

TILBUDSPLIKT VED ERVERV AV RETT TIL Å BLI EIER AV AKSJER

Kandidatnummer: 732

Leveringsfrist: 25.4.2008

Til sammen 17982 ord

09.09.2008

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>5</u>
1.1	Presentasjon av oppgavens tema	5
1.2	Problemstillinger og avgrensninger	6
<u>2</u>	<u>RETTSKILDEBILDET</u>	<u>8</u>
2.1	Rettslig grunnlag	8
2.2	Forarbeider	8
2.3	Børsens praksis	9
2.4	Takeover- direktivet	10
<u>3</u>	<u>GENERELT OM TILBUDSPLIKT</u>	<u>11</u>
3.1	Vphl. § 6-1 (1)	11
3.2	Kontroll gjennom stemmerett	11
3.3	Kort om hensyn bak tilbudsplikt	12
3.3.1	Minoritetsaksjonærenes mulighet til å selge seg ut ved kontrollskifte	12
3.3.2	Likebehandling	12
<u>4</u>	<u>TILBUDSPLIKT VED ERVERV AV RETT TIL Å BLI EIER AV AKSJER SOM ER ET REELT ERVERV</u>	<u>14</u>
4.1	Bakgrunnen for vedtakelsen av verdipapirforskriften § 6-11	14
4.2	Særlig om hensyn bak tilbudsplikt ved erverv av rett til aksjer	16
4.2.1	Omgåelseshensyn	16

<u>5</u>	<u>VERDIPAPIRFORSKRIFTEN § 6-11</u>	<u>17</u>
5.1	Generelt om uttrykket ”rett til å bli eier av aksjer”	17
5.2	Ervervstidspunktet	18
5.3	Generelt om uttrykket ”reelt erverv”	19
5.3.1	Eiendomsrettsbegrepet for aksjer	20
5.3.2	Grunnbetingelser for et ”reelt erverv”	22
5.4	Har verdipapirforskriften § 6-11 selvstendig betydning?	23
<u>6</u>	<u>NÅR KAN EN ”RETT TIL Å BLI EIER AV AKSJER” UTLØSE TILBUDSPLIKT?</u>	<u>25</u>
6.1	Typetilfeller	25
6.1.1	Kjøpsopsjoner	25
6.1.2	Aksjesalg med tilbakekjøpsrett: Når selger av aksjer betinger seg en tilbakekjøpsrett	31
6.1.3	Forhåndsaksept	32
6.1.4	Tegningsretter	36
6.1.5	Terminer	38
6.2	Tap av aksjonærrettigheter som argument mot at ”reelt erverv” foreligger.	41
<u>7</u>	<u>KONSOLIDERING</u>	<u>44</u>
7.1	Skal det konsolideres på aksjebeholdningen etter verdipapirforskriften §6-11?	44
7.2	Interne transaksjoner	45
7.3	Forholdet mellom reelle erverv og konsolidering etter vphl. § 2-5(5)	46
<u>8</u>	<u>SITUASJONER VED PASSERING AV TERSKLENE FOR TILBUDSPLIKT</u>	<u>48</u>
8.1	Forholdet til tilbudspliktgrensene på 40 % og 50 %	48
8.2	Forholdet til etterfølgende erverv	49

8.3	Omfattes utsteder av opsjonen av det pliktige tilbudet?	49
8.4	Forholdet til utøvelse av retten til å bli eier av aksjer	51
8.5	Vil et ”indirekte erverv” inkludere et ”reelt erverv”?	52
9	<u>SAKLIG VIRKEOMRÅDE OG TILBUDSMYNDIGHETEN</u>	53
9.1	Saklig virkeområde: bruken av begrepet ”børsnotert marked”	53
10	<u>ARTEN AV KOMPETANSEN</u>	57
11	<u>BEVISKRAVET OG BEVISBYRDEN</u>	59
12	<u>HVORDAN BØRSEN FÅR INFORMASJON OM DISPOSISJONER AV BETYDNING FOR TILBUDSPLIKTEN</u>	61
13	<u>TILBUDSPRISEN</u>	64
13.1	Generelt	64
13.2	Kjøpsopsjoner	66
13.3	Andre rettigheter til å bli eier av aksjer	67
13.4	Konsolidering på pris	67
14	<u>SAMMENLIKNING MED UTENLANDSK RETT</u>	68
14.1	Sverige	68
14.2	Danmark	68
14.3	Storbritannia	69
15	<u>LISTE OVER REFERANSER OG KILDER</u>	71

15.1	Lover	71
15.2	Forskrifter	71
15.3	Lovarbeider	72
15.4	Utenlandske lover og lovarbeider	73
15.5	Domsregister	73
15.6	Børspraksis	74
15.7	Brev og uttalelser	74
15.8	Bøker	75
15.9	Artikler	75
15.10	Nettdokument	76

1 Innledning

1.1 Presentasjon av oppgavens tema

Temaet for denne oppgaven er tilbudsplikt ved rett til aksjer.

Med tilbudsplikt menes ”en rettslig plikt for den som erverver kontrollen i et selskap til – på visse vilkår- å tilby de øvrige aksjonærene å erverve deres aksjer i selskapet”.¹

Hovedregelen om tilbudsplikt i norsk rett står i verdipapirhandelloven² (heretter vphl.) § 6-1 (1), jfr. § 6-6(1). Tilbudsplikten utløses hvis en aksjeeier gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap, hvis aksjer er notert på norsk regulert marked. Anvendelse av bestemmelsene forutsetter eiendomsrett gjennom en overdragelse av aksjer, typisk gjennom et kjøp i markedet.

Verdipapirforskriften³ (heretter verdipapirforskriften) § 6-11 er et tillegg til hovedregelen i vphl. § 6-1(1). Bestemmelsen gir hjemmel for tilbudsplikt uten at formell eiendomsrett til aksjene er oppnådd ved erverv. Innholdet i bestemmelsen er at en ”rett til å bli eier av aksjer” kan utløse tilbudsplikt dersom ervervet av rettigheten kan likestilles med et ”reelt erverv” av aksjene. ”Reelt erverv” er betingelsen for inntreden av tilbudsplikt, og er knyttet til at rettighetshaver oppnår en kvalifisert faktisk kontroll i målselskapet.

¹ Bechmann et.al., 2002, s. 246

² Verdipapirhandelloven av 29.juni 2007nr.75

³ Verdipapirforskriften av 29.juni 2007nr.876

1.2 Problemstillinger og avgrensninger

Hovedformålet med denne oppgaven vil være å redegjøre for hvilke rettigheter som omfattes av anvendelsesområdet til verdipapirforskriften § 6-11, med det mål for øye å etablere hva som kreves for å utløse tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-11 som et ”reelt erverv”.

Innledningsvis i oppgaven skal jeg knytte noen kommentarer til rettskildebildet på tilbudspliktens område, før det foretas en generell fremstilling av reglene om tilbudsplikt og de hensyn som gjør seg gjeldende. Fokus flyttes deretter over på verdipapirforskriften § 6-11 og de særlige hensyn som måtte begrunne tilbudsplikt for rettigheter til aksjer. Dette for å gi en grunnleggende forståelse om hva som ligger til grunn for den lovmessige behandlingen av de ulike rettigheter som kan være aktuelle etter bestemmelsen.

De neste problemstillingene er hva som ligger i ervervs- og eierbegrepene for aksjers vedkommende, og hvorvidt det er mulig å utlede noen generelle vilkår for tilbudsplikt etter § 6-11. I denne forbindelse vil jeg vurdere forholdet til vphl. § 6-1(1), og verdipapirforskriften § 6-11s selvstendige betydning. Aksjeeierers adgang til å selge seg ned for å unngå tilbudsplikt vil nevnes der dette er naturlig. For øvrig vil ikke nedsalgsretten drøftes nærmere.

Ulike typetilfeller av rett til å bli eier av aksjer vil presenteres og problematiseres i forhold til kriteriet om at det må foreligge et ”reelt erverv”. Kjøpsopsjoner er tillagt stor plass i denne oppgaven, det samme gjelder spørsmålet om den rettslige behandlingen av terminavtaler. En salgsopsjon vil ikke innebære en ”rett til å bli eier av aksjer”. Ved utstedelse av en salgsopsjon vil utsteder ha kontroll over utøvelsen. Salgsopsjoner vil derfor utelates.

Jeg skal deretter redegjøre for anvendelsesområdet til verdipapirforskriften § 6-11, samt forholdet mellom § 6-11 og andre regler om tilbudsplikt. Det vil ikke bli foretatt en generell drøftelse av reglene om konsolidering, med unntak av spørsmålet om reglene får

anvendelse. Forholdet mellom konsolidering etter vphl. § 2-5(5) og verdipapirforskriften § 6-11 vil omtales, derimot vil de øvrige reglene om nærstående utelates. Beregningen av tilbudsprisen er viet en del oppmerksomhet, ettersom rettsstillingen anses som noe usikker.

Oppgaven vil avsluttes med en kort oversikt over rettstilstanden i et par andre land som det er nærliggende å sammenlikne seg med.

2 Rettskildebildet

Oppgaven reiser ingen spesielle problemstillinger i forhold til bruken av rettskilder. Det vil derfor kun gjøres noen korte merknader til rettskildebildet.

2.1 Rettslig grunnlag

Som det vil fremgå av punkt 4.1, er bestemmelsen i verdipapirforskriften § 6-11 en videreføring av verdipapirhandelloven av 1997⁴ § 4-1(4)⁵. Ordlyden er nesten identisk, med unntak av angivelsen av det saklige anvendelsesområdet. Dette medfører at rettskilder knyttet til forståelsen av vphl.(1997) § 4-1(4), er relevante rettskilder ved anvendelsen av verdipapirforskriften § 6-11.

Da tilbudsplikten innebærer en økonomisk byrde, kommer legalitetsprinsippet inn som et moment ved tolkningen, og skjerper kravet til hjemmelens klarhet⁶. Dette får betydning ved at lovanvender må utvise varsomhet med å benytte utvidende tolkning til skade for rettighetshaver.

2.2 Forarbeider

Forarbeidene til vphl. inneholder ingen særlige bemerkninger knyttet til forståelsen av dagens bestemmelse. Forarbeidene til vphl.(1997) § 4-1 (4) er mer utfyllende, og vil være en relevant rettskilde ved anvendelsen av verdipapirforskriften § 6-11. De mest sentrale er Ot.prp. nr.29 (1996-1997) og NOU 1996:2.

⁴ Lov om verdipapirhandel av 19.6.1997 nr.79

⁵ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s.426

⁶ Seadrill-dommen s. 32, Eckhoff, 2001, s. 132, Graver, 1999, s. 86, Normann Aarum, 2003, s 376

2.3 Børsens praksis

Børsen er tilbudsmyndigheten etter vphl. kapittel 6, jfr. vphl. § 6-4. Dette gir Børsen kompetanse til å pålegge tilbudsplikt, treffe konsolideringsvedtak og etter omstendighetene gjøre unntak.

Det er lite rettspraksis vedrørende saker som omhandler tilbudsplikt. Årsaken er at Norge har et system som tilrettelegger for avgjørelse av slike tvister utenfor rettsapparatet, gjennom vedtak fattet av Børsstyret og Børsklagenemnda. Børsstyret behandler tvister i første instans, jfr. børsloven⁷ § 40. Deretter har partene anledning til å påklage avgjørelsen til Børsklagenemnda, jfr. børsloven § 41, jfr. § 40. Her fremgår det at forvaltningslovens⁸ bestemmelser om blant annet klageadgang kommer til anvendelse. Børsklagenemnda er en uavhengig fagkyndig instans som har spilt en viktig rolle for utformingen av praksis⁹. Først når klageadgangen er uttømt, kan partene gå til søksmål, jfr. § 43. Børsens behandling av sakene skal sikre en særlig ekspertise og tar hensyn til partenes behov for en rask avklaring, som ikke på samme måte kan oppfylles ved domstolsprøvelse.¹⁰ Grunnet nemndas store sakstilfang og det faktum at sakene sjelden går videre til domstolene, har nemndas avgjørelser betydelig rettskildemessig interesse for spørsmål om tilbudsplikt. Praksis fra Børsstyret og Børsklagenemnda, samt Børsens årlige uttalelser og sirkulære, kan avklare spørsmål og tolke relevant lovgivning.

Fordi Børsen er et privat, kommersielt organ kan man spørre seg om Børsen egner seg som kontrollmyndighet¹¹. At Børsen er organisert som et allmennaksjeselskap bidrar også til å øke tilknytningen og avhengigheten til aktørene. Behovet for tillit i markedet, og ikke minst hos aksjeeierne i noterte selskap samt investorene, reiser spørsmålet om Børsens uavhengighet.

⁷ Lov om regulerte markeder av 29.juni 2007 nr. 74 (børsloven)

⁸ Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker av 10. februar 1967 nr. 00(forvaltningsloven)

⁹ Bergo, 2004, s. 80

¹⁰ Bechmann et.al., 2002, s. s. 14

¹¹ NHO, 28.10.2004

2.4 Takeover- direktivet

Et felles regelverk om tilbudsplikt og selskapsoppkjøp er blitt utformet innen EU-området; direktivet om overtakelsestilbud, heretter Takeover-direktivet.¹² Direktivet gir et grunnleggende rammeverk med harmoniseringsbestemmelser og prinsipper som statene skal arbeide ut fra. Målet er å sikre felles minimumsbeskyttelse av minoritetsaksjonærer ved oppkjøp.¹³ Norsk rett anses å være i overensstemmelse med direktivet. Direktivet vil nevnes i oppgaven når reglene kan kaste lys over norsk rettstilstand.

¹² Europaparlamentets- og rådsdirektiv 2004/25/EF; Takeover bids.

¹³ NOU 2005: 17 s. 15

3 Generelt om tilbudsplikt

3.1 Vphl. § 6-1 (1)

Kapittel 6 i verdipapirhandelloven omhandler overtakelsestilbud på norske selskaper som er notert på norsk børs. Tilbudsplikten utløses dersom en aksjeeier ”gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på norsk regulert marked (notert selskap)”, jfr. § 6-1 (1). Tilbudspliktterskelen på 1/3 er satt ut fra en vurdering av ved hvilken stemmegrense man erfaringsmessig vil ha kontrollen over selskapsbeslutningene, basert på en antatt gjennomsnittlig oppmøteprosent¹⁴. Tilbudsplikten utløses også ved passering av 40 % og 50 % eierskap, jfr. vphl. § 6-6(1). Når tersklene overskredes utløses tilbudsplikten, med mindre nedsalgsretten benyttes, jfr. § 6-9. Nedsalgsretten innebærer at aksjeeier kan selge seg ned til under tilbudspliktgrensen med frigjørende virkning.

Det kan opereres med tre ulike grader av rett til en aksje: eiendomsrett til aksjen, *rett* til å *bli* eier av aksjen, og en ren finansiell interesse i aksjen. Dette vil ytterligere utdypes i punkt 5.3.1. Uttrykket ”gjennom erverv blir eier” innebærer at aksjeeieren gjennom et erverv må få eiendomsrett til aksjene for at tilbudsplikten aktualiseres. Det er altså eiendomsretten med tilhørende eierbeføyelser som er utløsningsfaktoren.¹⁵

3.2 Kontroll gjennom stemmerett

Tilbudsplikten er betinget av at en oppkjøper overtar kontrollen i et selskap, og et kontrollskifte forutsetter en konsentrering av stemmeandeler på én aksjeeiers hånd. Kontroll betegner nettopp muligheten til å få vedtatt ønskede beslutninger, blant annet endre styrets sammensetning, jfr. allmennaksjeloven¹⁶(heretter asal.) § 5-17.¹⁷ Som en

¹⁴ NOU 2005:17 s. 32 og 33, Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 369 og 371

¹⁵ Bechmann et.al., 2002, s. 268

¹⁶ Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 45

¹⁷ Andenæs, 2006, s. 307

naturlig konsekvens fastslår forarbeidene skal at ”tilbudspunkt må knyttes til erverv av de stemmeberettigede aksjene i selskapet, og ikke til erverv av selskapets totale aksjekapital uavhengig av i hvilken grad det er knyttet stemmerett til aksjene”.¹⁸

3.3 Kort om hensyn bak tilbudspunkt

Minoritetsbeskyttelse som hovedformål med tilbudspunkt har to aspekter ved seg¹⁹: man vil sikre at aksjeeierne har en reell mulighet til å selge seg ut ved kontrollskifte, samt en likebehandling av aksjeeiere. Hensynet til minoritetsbeskyttelse er søkt balansert med hensynet til ulempene tilbudspunkt medfører for oppkjøpende aksjeeier, med det mål å sikre at virkeområdet ikke blir så omfattende at samfunnsnyttige og effektivitetsskapende restruktureringer i næringslivet hindres²⁰.

3.3.1 Minoritetsaksjonærenes mulighet til å selge seg ut ved kontrollskifte

Ved et kontrollskifte skal minoritetsaksjonærer gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet, dersom videre investering er uønsket. Oppkjøper kan, ved å endre styrets sammensetning på generalforsamlingen, gjennomføre kursendringer som noen av aksjeeierne mener er lite hensiktsmessige eller tapsbringende. Aksjeeierne skal i slike tilfeller ha en reell mulighet til å selge seg ut av selskapet, og ikke bli nødt til å sitte på aksjeposten bare for å unngå et tap ved salg til en lav markedskurs. Dette er bakgrunnen for kravene til tilbudsprisen og hensynet til likebehandling av aksjeeierne.

3.3.2 Likebehandling

Likebehandling av aksjeeierne er et grunnleggende prinsipp i selskapsretten, jfr. blant annet asal. § 4-1 om at hver aksje gir lik rett i selskapet med mindre annet er bestemt i vedtektene. Likhetsgrunnsetningen medfører at selskapet ikke skal forskjellsbehandle sine

¹⁸ Ot.prp. 29 (1996-1997) s 67

¹⁹ Ot.prp. nr 34 (2006-2006), s.359

²⁰ Ot.prp. nr 34 (2006-2006), s.359 og 373

aksjeeiere. Likebehandling av aksjeeierne anerkjennes også i Takeover-direktivet, jfr. artikkel 3 (1,a).

Annenhåndsomsetningen av aksjer kan bli lavere ved at én aksjeeier sitter på en betydelig eierpost.²¹ Ønsket om å investere i selskapet kan svekkes ettersom potensielle oppkjøpere vil kunne ha vanskeligheter med å oppnå den ønskede aksjeandelen. Konsekvensen av et marked hvor få er interessert i erverv av selskapets aksjer er at likviditeten synker²². Dette kan medføre et fall i aksjekursen. Som nevnt ovenfor skal aksjeeierne ikke måtte lide økonomisk tap som følge av overtakelsen og et eventuelt aksjesalg for å komme seg ut. En oppkjøpende aksjeeier vil gjerne ha betalt en viss overkurs for å sikre seg særlig posisjonerende andeler i et selskap. Hensynet til minoritetsbeskyttelse ivaretas ved at oppkjøperen må tilby aksjeeierne en tilsvarende pris for deres aksjer, jfr. vphl. § 6-10 (4) og (9)²³, og med dette sikre dem del i den ”kontrollpremie” som han har betalt for å oppnå kontroll.

²¹ NOU 1996:2 s. 105)

²² Ot. Prp. Nr 34 (2006-2007) s. 369

²³ Ot. prp. Nr 34 (2006-2007) s. 369

4 Tilbudsplikt ved erverv av rett til å bli eier av aksjer som er et reelt erverv

4.1 Bakgrunnen for vedtakelsen av verdipapirforskriften § 6-11

Etter vphl. § 6-1 (1) rammes ikke erverv av rett til aksjer. Hjemmel for tilbudsplikt ved erverv av rett til aksjer er nedfelt i verdipapirforskriften § 6-11, som trådte i kraft 1.1.2008²⁴:

”Dersom erverv av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt erverv av aksjene, kan børsen pålegge tilbudsplikt for den som gjennom slikt erverv får rett til å bli eier av aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer representerer mer enn 1/3 av stemmene i et børsnotert selskap. ”

Da tilbudsplikt ble innført ved verdipapirhandelloven av 1985²⁵, skulle rettigheter til aksjer ikke regnes med til aksjebeholdningen før eventuell utøvelse²⁶. Noen år senere kom spørsmålet om tilbudsplikt for rettigheter til aksjer opp på nytt. Det ble foreslått å inkludere ”rett til aksjer i utløsningsgrunnlaget for tilbudsplikt” etter en tanke om at rettighetene kunne etablere kontroll over aksjeposter forut for et oppkjøp²⁷.

På bakgrunn av forslaget ble det under arbeidet med vphl.(1997), vurdert hvorvidt rett til eierskap i aksjer burde likestilles med eiendomsrett til aksjene, og således kunne utløse tilbudsplikt. Det var særlig to motstridende argumenter som var sentrale i debatten. Omgåelsesperspektivet la vekt på at det var uheldig at det kunne erverves rettigheter til et betydelig antall aksjer uten at tilbudsplikten ble utløst. Som en motsetning stod tanken om at det er faktisk kontroll som begrunner tilbudsplikt, og det vi én med kun rettigheter til aksjer normalt ikke ha. Vektlagt ble videre tilbudsplikstens tyngende og kostbare virkning²⁸. Det var likevel nødvendig å hindre omgåelser av tilbudspliktsreglene, og således ble det

²⁴ tilføyd ved forskrift 18.12.2007 nr. 1486

²⁵ Lov om verdipapirhandel av 14.6.1985 nr. 61, jfr. Ot. Prp. nr 53 (1988-1989) s. 4

²⁶ Ot.prp. nr 53 (1988-1989) s. 18 og Inst. O. nr. 91 (1988-1989) s. 8

²⁷ NOU1991:25 kapittel 2

²⁸ NOU 1996: 2 s. 113-114, Ot. Prp. nr 29 (1996-1997) s. 70

vedtatt en regel i vphl.(1997) § 4-1 (4) om at tilbudsplikt kunne pålegges hvis et ”ervert av rett til å bli eier av aksjer må anses som reelt ervert av aksjene”.

Under arbeidet med verdipapirhandeloven av 2007 ble det i tillegg til tilbudsplikt ved rett til å bli eier av aksjer, foreslått en hjemmel til å gi forskrift som pålegger tilbudsplikt ”ved ervert av rettigheter til og eller andre interesser i aksjer”²⁹. Bakgrunnen var ønsket om å utvide området for tilbudsplikt ytterligere i forhold til § 4-1 (4) av 1997-loven. En vid forskriftskompetanse ble gitt med vphl. § 6-1 (4). Formuleringen ”tilbudsplikt ved ervert av rettigheter eller andre interesser knyttet til aksjer” åpner for at også rettigheter med rent finansielt oppgjør som ikke medfører eiendomsrett til aksjen, kan være gjenstand for tilbudsplikt. Betydningen av en så vid forskriftshjemmel er at det er lettere å tilpasse anvendelsesområdet ettersom nye finansielle instrumenter utvikles, samt at det er få begrensninger for hva som med rimelighet kan inkluderes.

I henhold til forskriftshjemmelen fikk Oslo Børs mandat til å utarbeide et forslag til forskrift. Notatet ”Tilbudsplikt ved ervert av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer”³⁰ innebærer en ”utvidelse av virkeområdet til oppkjøpsreglene”, idet også ervert av en rettighet med finansielt oppgjør omfattes. Ervert av opsjoner, terminer og andre derivater, samt forhåndsaksepter av tilbud, utløser etter forslaget tilbudsplikt dersom tilbudspliktterskelen krysses. Børsen foreslår en automatisk inntreden for tilbudsplikten ved ervert av rettigheter. Verken konsolidering, eller nærmere kvalifisering eller vurdering av rettighetens innhold er påkrevet. Det er foreløpig ikke vedtatt noen forskriftsbestemmelse med utgangspunkt i notatet, som per i dag er til vurdering hos Kredittilsynet. Kredittilsynet har frist til 1.5.2008 med å gi en tilbakemelding til Finansdepartementet.

Bestemmelsen som inntil videre – i påvente av en eventuelt ny forskriftsbestemmelse - er gitt i medhold av forskriftsbestemmelsen, tar sikte på å videreføre vphl.(1997) § 4-1 (4)³¹. Med dette forble nedslagsfeltet for tilbudsplikt i hvert fall midlertidig uendret etter forrige

²⁹ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s. 426

³⁰ Oslo Børs Høringsnotat, 1.9.2007, s. 3/25

³¹ Ot.prp. nr 34 (2006-2007) s. 426

verdipapirhandellov: en rett til å bli eier av aksjer vil kunne rammes dersom den regnes som et ”reelt erverv”, mens avtaler med finansielt oppgjør faller utenfor. Ordlyden i § 6-11 er for praktiske formål identisk med vphl. (1997) § 4-1(4), bortsett fra at den nye tilbudsplikterskelen som ble innført med vphl. endrer terskelen for utløsning av plikten, samt at det er forskjeller i ordlyden med tanke på det saklige anvendelsesområdet, jfr. punkt 9.

4.2 Særlig om hensyn bak tilbudsplikt ved erverv av rett til aksjer

De samme hensynene som gjør seg gjeldende for tilbudsplikten generelt, jfr. punkt 3.3, vil også gjelde for et ”reelt erverv”. Utover dette vil særlig behovet for å unngå omgåelse av tilbudspliktsreglene ligge til grunn for vurderingene etter verdipapirforskriften § 6-11.

4.2.1 Omgåelseshensyn

Tillegget til hovedregelen om at kun eiendomsrett til aksjene utløser tilbudsplikt, er begrunnet i ønsket om å hindre omgåelser av plikten. Der tilbudsplikten utløses på bakgrunn av verdipapirforskriften § 6-11, er det fordi faktisk kontroll over aksjene anses å være oppnådd allerede ved at erververen får en ”rett til å bli eier”. Man ville ved innføringen av en slik bestemmelse sikre at tilbudsplikten ble utløst der ”den faktiske kontrollen over aksjer det er knyttet rettigheter til, gjør at rettighetshaveren i realiteten alene overstiger tilbudspliktsgrensen”³². Hvis erverv av en rett til aksjer i realiteten medfører at erververs totale aksjebeholdning overstiger terskelen for tilbudsplikt, har det etter lovgivers syn skjedd et kontrollskifte. Den legislative begrunnelsen for tilbudsplikten tilsier da at minoriteten må få anledning til å selge seg ut av selskapet.

³² NOU 1996:2, s. 114

5 Verdpapirforskriften § 6-11

For tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-11 må tre vilkår være oppfylt: ervervet må medføre en "rett til å bli eier" av aksjene, ervervet må anses som et "reelt erverv" av aksjene, og for det tredje må erververen gjennom et erverv som beskrevet, få en rett til å bli eier av aksjer som representerer mer enn $\frac{1}{3}$ av stemmene i et børsnotert selskap", eventuelt sammen med sin øvrige aksjeholdning.

5.1 Generelt om uttrykket "rett til å bli eier av aksjer"

Verdpapirforskriften § 6-11 taler om "rett til å bli eier av aksjer". Rett betyr i denne sammenhengen en rettighet. Den relevante rettighet vil være en som kan medføre eierskap til aksjer. Dette betegnes gjerne som en rett med et fysisk oppgjør, da det innebærer overlevering og overdragelse av aksjer. Eksempler fra forarbeidene er opsjoner og tegningsretter³³.

Utover dette foreligger det ingen konkret regulering i lovarbeidene av hvilke rettigheter som omfattes. En veiledning kan kanskje søkes i andre rettsregler om rettigheter til aksjer. Både flaggeplikten i vphl. § 4-2(5), og eierbegrensningsreglene om beregning av "kvalifisert eierandel" i finansieringsvirksomhetsloven³⁴ (fin.) § 2-2, jfr. § 2-2 (2 og 3, bokstav a og b), omfatter erverv av rettigheter til aksjer, og nevner tegningsretter og kjøpsopsjoner. I forhold til eierbegrensningsreglene inkluderes imidlertid også en rett til å stemme for andres aksjer, samt betingede rettigheter. Et eksempel er rett til å erverve aksjer i henhold til forhåndsaksept selv om det er knyttet vilkår til aksepten, såfremt avtalen begrenser eiers stemmeutøvelse m.v., jfr. § 2-2 (4, bokstav a,b,c)³⁵.

Rett til å utøve stemmerett etter avtale vil ikke være en "rett til å bli eier" i tilbudspliktens forstand, men innflytelse over stemmerett vil være et vesentlig moment i "reelt erverv" –

³³ NOU 2005:17 s. 23

³⁴ Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven), 10.6.1988 nr. 40

³⁵ Ot.prp.nr.50 (2002-2003) s. 39 og 40

vurderingen, jfr. punkt 5.3 og 6.1. Forhåndsaksept med uoppsigelige forbehold som er utenfor rettighetshavers kontroll, vil formodentlig heller ikke kvalifisere til en ”rett til å bli eier av aksjer”, se punkt 6.1.3.

Når verdipapirforskriften § 6-11 bruker uttrykket ”rett til å bli eier av aksjer”, avgrenses det mot rett til et finansielt oppgjør. Et finansielt oppgjør vil typisk baseres på endringer i en aksjekurs fra inngåelsen til oppgjørsdagen, hvor man enten ”vinner” eller ”taper” differansen. Her vil rettighetshaver ikke ha rett til å erverve selve aksjen. Disse rettighetene vil per i dag ikke falle innenfor tilbudspliktens virkefelt. Oslo Børs forslag til forskriftsbestemmelse omfatter imidlertid slike rettigheter, og forslaget er per i dag til vurdering, jfr. punkt 4.1.

Et ”ervert av rett til å bli eier av aksjer” innebærer noe annet enn ”den som gjennom ervert blir eier”, som utløser tilbudsplikt etter vphl. § 6-1 (1). Etter § 6-1(1) vil eiendomsrett til selve *aksjen* oppstå ved ervertet. Derimot er det ervertet av *rettigheten* som er avgjørende etter § 6-11. Denne ulikheten medfører at tilbudsplikt vil utløses på forskjellige stadier i forhold til hva slags ervert det er snakk om, jfr. punkt 5.2. Spørsmålet om verdipapirforskriften § 6-11s selvstendige betydning i forhold til vphl. § 6-1(1), drøftes i punkt 5.5.

5.2 Ervertstidspunktet

Skjæringspunktet for tilbudsplikt etter § 6-11, er tidspunktet for ”ervert” av en rett til aksjer. I realiteten vil dette være avtaletidspunktet, for eksempel ved inngåelsen av en opsjonsavtale. Dette skiller tilbudsplikt etter verdipapirforskriften fra tilbudsplikt etter vphl. § 6-1(1). Etter § 6-1(1) er skjæringspunktet for tilbudsplikten når ervertet ”gjennom ervert blir eier”, det vil si tidspunktet for overgangen av eierbeføyelsene. For aksjehandel på børs vil det i prinsippet foreligge et kjøp med utsatt oppgjør, da det opereres med et handelssystem hvor oppgjør skjer tre virkedager etter handelen, gjerne kalt T+3.

Oppgjørstidspunktet, som i praksis vil være når ervervet er registrert på erververs konto i verdipapirregisteret, jfr. asal. § 4-7³⁶, er skjæringspunktet.

At det for tilbudsplikt etter begge hjemler er eierbeføyelsenes overgang som er det avgjørende tidspunktet, samsvarer med at tilbudspliktreglene er knyttet til et kontrollskifte i selskapet³⁷.

5.3 Generelt om uttrykket "reelt erverv"

Problemstillingen er når en "rett til å bli eier av aksjer" vil kunne kvalifisere til et "reelt erverv" i verdipapirforskriften § 6-11s forstand.

Rettsvirkningene i verdipapirforskriften § 6-11 er knyttet til at et "erverv" skjer. Begrepet "erverv" omfatter i utgangspunktet "ethvert eierskifte for eksisterende aksjer uten hensyn til transaksjonsform eller vederlag"³⁸. Det er en nær sammenheng mellom ervervsbegrepet og eierbegrepet. Har man foretatt et erverv av aksjer - for eksempel et kjøp som er den vanligste ervervsformen - blir man også eier av aksjene. Man kan si at erverv er handlingen, og eierskapet er resultatet eller konsekvensen. Dersom rettsvirkningen bare hadde vært knyttet til eiendomsrett til en viss aksjeandel, ville for eksempel en relativ økning av stemmeandeler grunnet en annen aksjeeiers disposisjoner, kunne utløse tilbudsplikt.

Etter en naturlig språklig forståelse av ordlyden innebærer "reelt erverv" et krav om at aksjene i realiteten overdras og at eierbeføyelsene besittes av rettighetshaveren. Bruken av ordet "reelt" understreker at det er det faktiske innholdet som er avgjørende. Rent formelle kriterier for eierskap, som registrering i verdipapirregisteret (asal. § 4-7), vil selvsagt ikke være oppfylt. Det følger av forarbeidene at et "reelt erverv" av aksjene vil foreligge der

³⁶ NOU 1996:2 s. 113, og Ot. Prp. Nr. 53 (1988-89) s. 18

³⁷ Havila-saken s. 8

³⁸ Bergo, 2004, s. 56

”avtalen reelt og økonomisk sett må regnes som et erverv av aksjene”³⁹ og videre at ”enhver avtale om rettigheter til erverv av aksjer som også gjør at innehaveren vil ha en eierkontroll⁴⁰” omfattes. Rettskildene gir med dette anvisning på en helt konkret vurdering av den enkelte rettighet. Man må se på hvorvidt rettighetshaver besitter noen aksjeeierbeføyelser i egenskap av å ha ervervet en rett til aksjer, og i så fall hvilke.

5.3.1 Eiendomsrettsbegrepet for aksjer

Før man vurderer det konkrete innholdet av en rett til aksje må man definere hva som ligger i eiendomsbegrepet. Når har man ervervet eiendomsretten til en aksje?

Eiendomsretten er etter oppfatningen i norsk rett ikke annet enn et sett av eierbeføyelser, og dermed ikke et absolutt begrep⁴¹. Aksjeeierbeføyelsene kan deles inn i tre grupper; økonomiske rettigheter, disposisjonsrettigheter og organisatoriske rettigheter. De økonomiske innebærer rett til en utbetaling på aksjene etter utbytteregulene. Disposisjonsretten vil si aksjeeiers rett til å disponere over aksjen, typisk ved salg for å realisere dens verdi. De organisatoriske rettigheter innebærer først og fremst retten til å møte, tale og stemme på generalforsamlingen, samt retten til innsyn i generalforsamlingsprotokollen og retten til å anlegge ugyldighetssøksmål⁴².

En oppfatning av eiendomsrettsbegrepet som en sum beføyelser, innebærer at man må se på hvilke beføyelser rettighetshaveren har ved avgjørelsen av om et ”reelt erverv” i verdipapirforskriften § 6-11s forstand foreligger.

Borgarting lagmannsretts dom av 12.3.2008⁴³ kaster lys over de vurderingstemaer som kan melde seg ved overgang av eiendomsretten. Dommen gjelder direkte gyldigheten av et styrevedtak i AS Halden Arbeiderblad om forståelsen av selskapets vedtektsbestemmelse

³⁹ Ot.prp.nr.29 (1996-1997) s. 10 og Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 364

⁴⁰ NOU 1996:2 s. 114

⁴¹ Woxholth, (2004), s. 48

⁴² Andenæs, 2006, s. 130

⁴³ Dom, Borgarting lagmannsrett, 2008

om forkjøpsrett til aksjer. En generell interesse og overføringsverdi foreligger imidlertid for spørsmålet om ”reelt erverv”, ettersom lagmannsretten foretar en vurdering av hvorvidt aksjene i realiteten er overdratt ved inngåelsen av opsjonsavtaler.

Selskapets vedtekter inneholdt en bestemmelse om at forkjøpsrett kunne inntre dersom aksjer var ”overgått til ny eier”. Retten ga AS Halden Arbeiderblad medhold i at A-pressens inngåelse av opsjonsavtaler med visse aksjeeiere i AS Halden Arbeiderblad i realiteten var å anse som en aksjeoverdragelse, slik at forkjøpsretten var utløst. Følgelig var AS Halden Arbeiderblads styrevedtak om å fordele de aksjer som var omfattet av opsjonsavtalene til de aksjeeiere som hadde gjort forkjøpsrett gjeldende, gyldig.

Opsjonsavtalene var ikke tidsbegrensede, og utstederne forpliktet seg til å ikke benytte sin forkjøpsrett til fortrengsel for A-pressen. Videre inneholdt opsjonsavtalene en bestemmelse om ”stemmesamarbeid”, der opsjonsutstederne forpliktet seg til å stemme i tråd med A-pressens instruksjoner så lenge opsjonsavtalene bestod, eventuelt ved å gi fullmakt til A-pressens representant.

Retten fant at A-pressen ved opsjonsavtalene reelt sett overtok de vesentlige eierbeføyelsene knyttet til aksjene, og uttalte at A-pressen gjennom opsjonsavtalene kom i ”det alt vesentlige i samme posisjon som om aksjene var blitt overdratt”. Vektlagt ble i denne sammenheng at opsjonsutstederne hadde forpliktet seg til å betale en høy dagmulkt ved mislighold av bestemmelsen om stemmesamarbeid, slik at det i praksis var økonomisk umulig å handle i strid med forpliktelsene.

Dommen illustrerer at eiendomsretten er et relativt begrep, og utgjør summen av flere eierbeføyelser. Et naturlig utgangspunkt kunne være å se på hvilken hånd de sentrale beføyelsene hviler. Dersom utsteders resterende eierbeføyelser fremstår som formelle og lite betydningsfulle, kan resultatet bli at man anser disposisjonen å innebære et ”reelt erverv”. Ettersom tilbudsplikt etter § 6-11 er betinget av at det skjer et kontrollskifte, vil det imidlertid være av særlig interesse å se eiendomsbegrepet i forhold til kontrollkriteriet.

Som nevnt i punkt 3.2. innebærer kontroll muligheten til å fatte ønskede beslutninger i et selskap på grunn av stemmeflertall. Dette taler for at overgangen av stemmeretten burde bli tillagt større vekt enn andre eierbeføyelser ved avgjørelsen av hvorvidt et ”reelt erverv” foreligger⁴⁴. I dommen vektla Lagmannsretten særlig organisatoriske eierbeføyelser og retten til å stemme, i tråd med det som følger av Børspraksis, jfr. punkt 6 flg. Avtalens bestemmelse om ”stemmesamarbeid” innebar en overføring av retten til å øve innflytelse på selskapet til opsjonsinnehaver, og det var denne som ble avgjørende for utfallet.

Sammenlagt kan man si at et ”reelt erverv” vil foreligge der de eiendomsbeføyelsene man besitter som innehaver av retten er så vidt omfattende at man likestiller dem med eierskap i relasjon til reglene om tilbudsplikt. Ved kontroll over de organisatoriske rettigheter kan rettighetshavers rett i aksjen i praksis likestilles med eierskap til aksjen. Man kan tale om en relativ eiendomsrett for både avhender og erverver. Det har funnet sted et kontrollskifte i målselskapet som gjør at hensynene bak tilbudsplikt gjør seg gjeldende, og rettighetshaver må fremsette et pliktig tilbud.

5.3.2 Grunnbetingelser for et ”reelt erverv”

Et par grunnbetingelser for at et ”reelt erverv” skal foreligge kan utledes på bakgrunn av praksis. Betingelsene synes å være kumulative, slik at alle må være oppfylt.

Grunnbetingelsene er ikke uttalt i praksis, men ligger som en forutsetning for resultatet.

Den første betingelsen er at utsteder av en rettighet har eierskap til aksjen ved avtaleinngåelsen. Utsteder av en rettighet, for eksempel opsjonsutsteder, vil normalt eie aksjene selv, men kan også erverve dem først ved utøvelsen av opsjonen. Det fremgår forutsetningsvis av praksis at et ”reelt erverv” avhenger av at utsteder har eierbeføyelsene.

Den andre betingelsen er at utstederen har stemmeretten i behold. Rettighetsinnehaver må ha en motpart som denne kan øve innflytelse gjennom eller gjøre avtale om utøvelse av

⁴⁴ Bergo, 2004, s. 253

stemmeretten med. Skulle en aksjeeier tape sine eierbeføyelser, for eksempel med grunnlag i prinsippet om at reell aksjonærinteresse kreves for å utøve eierbeføyelsene, vil et "reelt erverv" ikke foreligge. Det henvises her til vurderingen i punkt 6.2.

Etter min oppfatning kan det trolig også opereres med en subjektiv betingelse, nemlig at rettighetshaver har kunnskap om utsteders egenskap av aksjeeier og om utsteders stemmerett. Rettighetshavers innflytelse på organisatoriske rettigheter, vil være betinget av kunnskap om utsteders innehav av aksje og stemmerett.

I denne forbindelse oppstår spørsmålet om forholdet til konsolidering etter vphl. § 2-5(5) om "forpliktende samarbeid". Ved siden av verdipapirforskriften § 6-11 er konsolidering det eneste unntaket fra hovedregelen i vphl. § 6-1(1) og § 6-2, og kravet om at aksjeeieren har eierskap til aksjen for å utløse tilbudsplikt. Konsolideringstilfellene utgjør imidlertid ingen utvidelse i forhold til den påkrevde tilknytningen til aksjen - eiendomsrett er like fullt en betingelse her. Derimot er det en utvidelse i forhold til hvilket subjekt som kan medregnes i vurderingen av om tilbudspliktterskelen er passert; man kan undertiden regne med aksjene til en aksjeeiers "nærstående", jfr. vphl. § 2-5. Vphl. § 2-5(5) har en bestemmelse om konsolidering dersom det foreligger et "forpliktende samarbeid" mellom to parter "når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres". Med formuleringen oppstår spørsmål om forholdet til § 6-11. Problemstillingen vil behandles i punkt 7.3.

5.4 Har verdipapirforskriften § 6-11 selvstendig betydning?

Det kan stilles spørsmål om hvorvidt verdipapirforskriften bare er en lovfestet omgåelsesregel uten selvstendig betydning, som kodifiserer en regel vi uansett har ved vphl. § 6-1(1). Kunne man rammet de samme tilfellene med hjemmel i vphl. § 6-1(1), ved å gå veien om en tolkning av eierskaps- og ervervsbegrepet, og se på den reelle virkningen av en avtale?

Ved tolkning av eier- og ervervsbegreper skal man, ved vurderingen av hvorvidt eiendomsrett til aksje er oppnådd eller ikke, se på realiteten bak transaksjonen.⁴⁵ Det kan anføres at begrepet ”erverv” i vphl. § 6-1(1) omfatter alt som i *resultat* vil tilsvare erverv av aksjene, og ikke bare det som faktisk og formelt *er* et erverv. Hvis en slik tilnærming legges til grunn, vil et ”reelt erverv” kunne innfortolkes i begrepet ”erverv” i vphl. § 6-1(1). I så fall kan verdipapirforskriften § 6-11 være overflødig.

Noe som taler imot en slik tolkning er at et erverv etter vphl. § 6-1(1) innebærer en formell overføring av alle eiendomsbeføyelser, mens de tilfeller som verdipapirforskriften § 6-11 skal treffe, gjerne vil innebære en relativ eiendomsrett, og for eksempel ikke overføring av disposisjonsretten. For ”reelle ervervs” vedkommende vil det være slik at de eiendomsbeføysene man besitter som innehaver av en rett til å bli eier av aksjer, er så omfattende at man likestiller dem med eierskap av aksjene, se nærmere punkt 5.3.1. Rettighetsutsteder har fremdeles den formelle eiendomsretten. Dette taler for at skillet mellom erverv av aksjer og erverv av rett til aksjer er av materiell betydning. Den rettslige behandlingen bør avhenge av *hva slags* disposisjon det dreier seg om, og ikke de reelle virkningene.

Det forutsettes i forarbeidene at forskriften har selvstendig betydning, og at en egen hjemmel er nødvendig for å pålegge tilbudsplikt for de tilfeller hvor en rett til å bli eier av aksjer likestilles med erverv⁴⁶. Lovgivers oppfatning av forholdet mellom bestemmelsene må tillegges betydelig vekt, og er et avgjørende tolkningsmoment når man skal tolke ordlyden.

Det kan etter min oppfatning rimeligvis anføres at forskriftsbestemmelsen har selvstendig betydning, og ikke bare fungerer som en lovfestet omgåelsesnorm for tilfeller som like gjerne kan subsumeres under vphl. § 6-1(1).

⁴⁵ Arnkværn et.al, TfF, nr 2/2002, s. 164

⁴⁶ NOU 1996:2 s. 113-114

6 Når kan en "rett til å bli eier av aksjer" utløse tilbudsplikt?

Det er det konkrete innholdet av en rett til aksjer som er avgjørende for om tilbudsplikt pålegges. Med dette som bakgrunn skal det her gjøres rede for ulike typetilfeller av rettigheter med fysisk oppgjør, og de momenter som tillegges vekt.

6.1 Typetilfeller

6.1.1 Kjøpsopsjoner

En opsjonsavtale med rett til fysisk oppgjør innebærer en "rett til å bli eier" av den fysiske aksjen, og tilfredsstiller således det første kravet for tilbudsplikt etter § 6-11. Det er vilkåret om at ervervet "må anses som reelt erverv av aksjene" som er problematisk og interessant i forhold til opsjonsavtaler.

Kjøpsopsjoner etablerer en ensidig rettighet for innehaver av opsjonen. Underliggende objekt kan i prinsippet være en hvilken som helst type formuesgode. Der det underliggende objektet er aksjer, kalles det en aksjeopsjon. En typisk aksjeopsjon innebærer at opsjonsinnehaveren kan kreve at det gjennomføres et kjøp av aksjen innen et bestemt tidspunkt og til en forhåndsavtalt kurs, heretter kalt innløsningsprisen.⁴⁷ En slik opsjon kalles "amerikansk opsjon", og skiller seg fra "europeisk opsjon" som innebærer at utøvelsen er begrenset til én bestemt dato.

Opsjonene som er av relevans her kalles ad-hoc opsjoner, og er ikke-standardiserte opsjoner i motsetning til de som er notert på Oslo Børs og har et finansielt oppgjør. Ad-hoc opsjonene er basert på en individuell avtale, utarbeidet av partene gjennom forhandling.

For å erverve en opsjon må innehaveren betale en opsjonspremie til utsteder.

Opsjonspremien er vederlaget for den fordel den utgjør å ha en rett til å kjøpe aksjene til en forhåndsavtalt kurs, som kan være lavere enn markedskurs ved tidspunkt for

⁴⁷ Bergo, 1998 s. 62.

utøvelsen.⁴⁸ Opsjonspremiens størrelse er et resultat av forhandlinger mellom partene. Partene vil ha ulike forventninger om aksjens fremtidige prisutvikling, og dette samt løpetid vil avgjøre.

Eierbeføyelsene knyttet til en aksje vil normalt ikke gå over til opsjonsinnehaveren før eventuell utøvelse⁴⁹. Hvis imidlertid opsjonen - etter en konkret vurdering av den økonomiske realiteten bak opsjonsavtalen - må likestilles med et "reelt erverv" av aksjene, kan tilbudsplikt utløses allerede ved avtaleinngåelsen.⁵⁰

Børsstyret har behandlet et par saker om temaet, og fra denne praksis kan det utledes flere momenter som tillegges vekt ved avgjørelsen av om en avtale innebærer et "reelt erverv". De mest aktuelle er Havila-saken⁵¹ og CHS-saken⁵². I Havila-saken hadde Groupe Bourbon SA ("Groupe Bourbon") en kjøpsopsjon på Borgstein Supplyinvest ASs ("Borgstein") aksjer i Havila Supply ASA ("Havila"), samtidig som motparten Borgstein hadde salgsopsjon på de samme aksjene; en såkalt put/call-opsjon. Uansett hvem av partene som utøvet opsjonen, ville terskelen for tilbudsplikt passeres. I CHS-saken ga den amerikanske kjøpsopsjonen rett til å kjøpe aksjer i Choice Hotels Scandinavia ASA, og ved utøvelse ville kjøper få tilbudsplikt.

I det følgende vil det foretas en redegjørelse for momentene Børsen har vektlagt i disse sakene.

Sannsynlighet for utøvelsen

Sannsynligheten for utøvelse av opsjonen er sentral i Børsens argumentasjon. Hvorvidt en opsjon er gunstig å utøve eller ikke, vil bero på innløsningskursen i forhold til kursen i markedet. Dersom en kjøpsopsjons innløsningskurs er lavere enn markedskursen på

⁴⁸ Bergo, 2004, s. 41

⁴⁹ Bechmann et.al., 2002, s. 269

⁵⁰ Arnkværn et.al, TfF, nr 2/2002, s. 164

⁵¹ Børsstyresak 71/03, 25.6.2003

⁵² Oslo Børs, 30.12.2002

underliggende verdi, vil det være en opsjon med realverdi⁵³. Dette er gjerne kalt ”in the money”. Isolert sett vil en opsjon som er ”in the money” være gunstig for opsjonsinnehaveren å utøve såfremt markedskursen holder seg høyere enn innløsningskursen. I motsatt fall vil opsjonsinnehaver heller kjøpe aksjer i markedet. At kjøpsopsjonen blir ”in the money” grunnet etterfølgende kursutvikling vil ikke i seg selv tale for at avtalen innebærer et ”reelt erverv” av de underliggende aksjer. Her er det markedet, og ikke partenes avtale, som gjør at opsjonen antakelig utøves. Videre kan markedet endre seg, slik at det ikke lønner seg for opsjonsinnehaver å utøve opsjonen, for eksempel hvis markedskursen faller under innløsningskursen.⁵⁴ En opsjonsutsteder vil derfor alltid ha en viss kursrisiko. I denne sammenheng er det viktig å påpeke at vurderingen av inntreden av tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-11 skjer ved avtaleinngåelsen. Den faktiske utviklingen i markedet får man dermed ikke anledning til å ta i betraktning. Dersom det skulle vurdere sannsynligheten for utøvelsen på enhver tid gjennom avtalens løp, ville resultatet bero på utviklingen i markedet i stedet for avtalens innhold. At rettstilstanden skal være knyttet til og endre seg i takt med markedskursen har formodningen mot seg⁵⁵.

Hvis en opsjonsavtale inngås til en innløsningskurs vesentlig under markedskurs med en svært høy opsjonspremie, kan man etter omstendighetene vurdere det slik at aksjene i realiteten er delbetalt. Her vil det foreligge en balanse i de ytelsene som utveksles som gjør det tilnærmet sikkert at opsjonen vil utøves. Opsjonen kan dermed sammenlignes med en avtale med delvis forskuddsbetaling eller et terminkjøp⁵⁶. Dette kommer jeg nærmere tilbake til under omtalen av kursrisiko. Aksjens historiske volatilitet, i tillegg til generelle betraktninger om markedet og kursutvikling, er veiledende for hvor avvikende man vurderer innløsningskursen å være i forhold til aktuell og forventet markedskurs⁵⁷.

⁵³ Oslo Børs minileksikon, www.oslobors.no

⁵⁴ Arnkværn et.al, Tff, nr 2/2002, s. 165

⁵⁵ Arnkværn et.al, Tff, nr 2/2002, s. 166

⁵⁶ Bergo, 2004, s. 59

⁵⁷ Arnkværn et.al, Tff, nr 2/2002, s. 165

I CHS-saken var opsjonens løpetid på tre måneder, opsjonspremien var NOK 9,30 og innløsningskursen NOK 8,00. Da avtalen ble inngått var kursen ca NOK 17. Børsen vektla opsjonspremiens størrelse i forhold til innløsningskursen og viste til at avtalen ville være ”in the money” på avtaletidspunktet. Børsen fastslo videre at opsjonspremien var relativ høy; den utgjorde ca halvparten av børskursen. At opsjonen var ”in the money” ble tillagt vekt, dog ikke avgjørende. Børsen oppfattet innflytelse over organisatoriske rettigheter som vilkår for kontroll, og dette var ikke oppfylt. Etter dette vil høy sannsynlighet for utøvelse ikke være tilstrekkelig for tilbudsplikt.

Kursrisiko

Hvem som har kursrisikoen vektlegges, da det illustrerer hvem som har den finansielle interessen i aksjen. I Havila-saken hadde Groupe Bourbon og Borgstein inngått put/call-opsjon på aksjene i Havila. Groupe Bourbon ville - enten det ble utøvet salgs- eller kjøpsopsjon - bli eier av mer enn 40 % av aksjene (som da var terskelen for tilbudsplikt). Børsen vektla at det forholdet at kjøpsopsjonen ble motsvart av en salgsopsjon gjorde at kursrisikoen for Borgsteins aksjer nesten fullstendig var overført til Groupe Bourbon, og det eksisterte bare en liten mulighet for at aksjene ikke ble overdratt. Borgstein hadde etter opsjonsavtalens inngåelse en begrenset, om noen, eierinteresse. Dette talte for at avtalen var et erverv i økonomisk forstand. Overgang av kursrisiko var imidlertid ikke tilstrekkelig i seg selv, og saken ble avgjort på grunnlag av kontroll over de organisatoriske rettighetene.

En put/call-opsjon kan etter omstendighetene anses som et fremtidig salg av aksjene, og sammenligningen med en terminavtale er nærliggende. Dersom det opereres med lik innløsningskurs for både kjøps- og salgsopsjonen, vil eier av aksjene i utgangspunktet ikke lenger ha noen kursrisiko. Sannsynligheten for utøvelse blir her svært høy. Årsaken er at når innløsningskursen er lavere enn markedskurs, vil opsjonsinnehaver normalt ønske å utøve opsjonen, og hvis innløsningskursen er høyere enn markedskurs, vil opsjonsutsteder ønske å selge sine aksjer til innehaveren.

Det kan selvfølgelig forekomme situasjoner hvor dette ikke slår inn, for eksempel dersom opsjonsinnehaver - uavhengig av differansen mellom innløsningskurs og markedskurs - ikke ønsker å erverve aksjene. Begrunnelsen kan være at aksjeposten er av noe størrelse, eller at differansen mellom kursene er ubetydelige.⁵⁸ Hvis innløsningskursen er høyere enn markedskurs, vil utsteder høyst sannsynlig kreve å selge til innehaver, men unntak kan tenkes ved strategiske grunner. Det er derfor vanskelig å operere med et absolutt utgangspunkt om at en put/call-opsjon må sidestilles med en terminavtale. Man må her som ellers foreta en helt konkret vurdering av avtalen. Hvis man finner at partene i realiteten har en plikt til å utøve opsjonen er avtalen i realiteten en terminavtale. Omgåelseshensyn taler for at realiteten avgjør den rettslige behandlingen av disposisjonen. Konsekvensene av en analogisk anvendelse av reglene om terminer vil fremgå av punkt 6.1.5.

Både CHS-saken og Havila-saken illustrerer at de rent økonomiske forhold ved en opsjonsavtale normalt ikke anses tilstrekkelig for tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-11. Begrunnelsen er at dette ikke medfører et faktisk kontrollskifte allerede per avtaletidspunkt.

At hvem som har risikoen for kursutviklingen er et relevant moment, fremkommer også av Kredittilsynets praksis.⁵⁹ Kredittilsynets omtaler i et rundskriv ”den økonomiske risiko for kursutvikling” som et relevant forhold ved avgjørelsen av om en opsjon må likestilles med eie. Rundskrivet gjelder direkte eierbegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2, men vurderingstemaet er som her når opsjoner kan medføre et ”erverv” av aksjene.

Kontroll over organisatoriske rettigheter

Børsen legger avgjørende vekt på kontroll over utøvelsen av stemmeretten, for eksempel gjennom avtale, fullmakt eller innflytelse på grunn av lojalitet, jfr. punkt 3.2.

⁵⁸ Arnkværn et.al., Tff nr 2/2002, s. 167

⁵⁹ Kredittilsynet, Rundskriv 51/95

I CHS-saken fant Børsen at ingen innflytelse over stemmeretten ville tilkomme opsjonshaver før denne eventuelt utøvde opsjonen, og dette ble tillagt stor vekt. Dermed ville ikke opsjonshaver oppnå økt kontroll i selskapet ved inngåelse av opsjonsavtalen, og Børsen konkluderte med at det ikke forelå et ”reelt erverv”.

I Havila-saken ble det avgjørende spørsmålet om det med ”reelt erverv” er tilstrekkelig at kursrisikoen i hovedsak er overført, eller om også organisatoriske rettighetene må være overført. Ordlyden ga ikke vesentlig veiledning, men forarbeidene syntes etter Børsens mening å forutsette at det med ”reelt” også siktes til eierinnflytelse⁶⁰. En viss innflytelse over organisatoriske rettigheter måtte således være i opsjonsinnehavers besittelse.

Opsjonsavtalene innebar ingen uttrykkelig overføring av stemmerettighetene; disse forble hos Borgstein. Borgstein og Groupe Bourbon hadde imidlertid inngått forretningsmessig samarbeid ved flere prosjekter og Groupe Bourbon hadde som nevnt så godt som overtatt all kursinteresse. Børsen uttalte:

”I den utstrekning kontroversielle spørsmål skulle være tema på generalforsamlingen eller i styret, vil typisk mangel på slik egeninteresse kunne erstattes av lojalitet til den som faktisk har kursrisikoen og som i praksis finansierer aksjene. At opsjonsavtalene går over så lang tid som tre år, hvilket er høyst uvanlig, og at de er uomsettelige, taler for at det eksisterer slike lojalitetsbånd”⁶¹.

De økonomiske underliggende realiteter, samt avtalens lengde og uomsettelighet, la etter Børsens vurdering en så sterk påvirkning på Borgsteins bruk av aksjonærrettighetene at Groupe Bourbon reelt sett hadde ervervet de organisatoriske rettigheter også. At opsjonsavtalen ble inngått som ledd i en kamp om kontroll i selskapet ble også fremhevet. Ved sine avtaler hadde Groupe Bourbon sikret seg at ingen andre kunne kjøpe Borgsteins aksjer. Dette illustrerer at motivasjonen bak en avtale vil være et viktig tolkningsmoment

⁶⁰ NOU 1996:2 s. 114

⁶¹ Side 103 i Havila-saken gjaldt direkte konsolideringsbestemmelsen, men Børsen henviste til sin argumentasjonsrekke her som relevant også i forhold til. § 4-1 (4).

ved fastleggingen av dets innhold. At disposisjonen var inngått med ønske om kontroll taler for høy sannsynlighet for utøvelse av opsjonen og mulig innflytelse over stemmerett.

Aksjeposten ble for praktiske formål vurdert å være under Groupe Bourbons kontrollsfære. Dette avgjorde sakens utfall. Børsen fant at opsjonen var et ”reelt erverv” av aksjene i Havila, og Groupe Bourbon ble ilagt tilbudsplikt.

Havila-saken omhandler også forholdet til konsolideringsregelen i vphl. § 2-5(5). Dette kommer jeg tilbake til under punkt 7.

Etablering av andre bindinger mellom utsteder og innehaver av opsjonen, for eksempel der opsjonsinnehaveren har ytet lån til utsteder, kan også være forhold som er egnet til å sette utsteders stemmeuavhengighet i tvil. Et forretningsforhold av en slik art kan bidra til å skape et lojalitetsbånd mellom partene, og kan føre til formodninger om eierinnflytelse.

Kredittilsynets rundskriv om opsjoner i forhold til eierbegrensningsreglene i finansieringsvirksomhetsloven § 2-2⁶², så vel som lovens forarbeider⁶³, slår også fast at kontroll over stemmeretten må vektlegges ved spørsmålet om det har skjedd et erverv av de underliggende aksjer.

6.1.2 Aksjesalg med tilbakekjøpsrett: Når selger av aksjer betinger seg en tilbakekjøpsrett

En kjøpsopsjon kan være konstruert på ulike måter. I forbindelse med en fusjon mellom Storebrand ASA, Christiania Bank og Kredittkasse ASA våren 1997, inngikk Aker RGI (”Aker”) ”salgsavtaler med tilbakekjøpsrett”. Aker og Kjell Inge Røkke ble etter vedtak i Kredittilsynet konsolidert, og da deres samlede aksjeholdning oversteg 10 % ble de tvunget å selge seg ned i tråd med eierbegrensningsreglene i fin. § 2-2. Aker hadde ved

⁶² Kredittilsynet, Rundskriv 51/95

⁶³ NOU 1998:14 pkt. 8.7.3.

salgsavtalene betinget seg en tilbakekjøpsrett i de aksjer som denne ble pålagt å selge. Opsjonsavtalene medførte at Aker innenfor opsjonsavtalens løpetid på ett år, hadde rett til å frata kjøperne samtlige aksjonærrettigheter. Kredittilsynet likestilte avtalen med eierskap til aksjene i forhold til eierbegrensningsreglene⁶⁴. Aker hadde beholdt så stor del av eierrådigheten og kontrollen at avhendelsen ikke var reell.

Salg av aksjer med ubetinget tilbakekjøpsrett er i realiteten en kjøpsopsjon, og må således behandles som en alminnelig kjøpsopsjon i forhold til tilbudsplikt. Ved praktiseringen av eierbegrensningsreglene legges det større vekt på avtalens økonomiske realiteter enn på tilbudspliktens område, og dersom transaksjonen har karakter av et kontantsalg vil opsjonen likestilles med eie⁶⁵. På tilbudspliktens område er det innflytelse over stemmeretten som er det avgjørende og nødvendige vilkår. Et salg av aksjene, hvor selger i tillegg til en kjøpsopsjon betinger seg stemmefullmakt for aksjene, vil antakelig anses som et "reelt erverv" i verdipapirforskriften § 6-11s forstand.

En annen sak er at forholdet formodentlig vil ha betydning i forhold til spørsmålet om et salg faktisk er foretatt. Hvis en salgsavtale med en tilbakekjøpsopsjon inngås som ledd i et nedsalg etter vphl. § 6-9, kan man hevde at et "reelt nedsalg" ikke er foretatt, og at tilbudsplikt fremdeles foreligger. Loven inneholder ingen uttrykkelig hjemmel for vurderingen av et "reelt nedsalg" eller lignende. Etter min oppfatning kan man hjemle en slik rettsanvendelse i en tolkning av avhendelsesbegrepet i vphl. § 6-9, ved å se på realiteten bak disposisjonen. Etter verdipapirforskriften § 6-11 kreves et "reelt *erverv*" av rett til å bli eier av aksjer, og en *avhendelse* som ikke anses reell vil ikke utløse tilbudsplikt.

6.1.3 Forhåndsaksept

Forhåndssamtykke til aksept av et oppkjøpstilbud kan gi en rett, på visse vilkår, til å erverve aksjer, typisk i forbindelse med fremsettelsen av et frivillig tilbud. I det følgende

⁶⁴ Kredittilsynet, vedtak av 29.9.1997

⁶⁵ Kredittilsynet, Rundskriv 51/95

skal jeg vurdere hvorvidt mottaket av en forhåndsaksept kan utgjøre en ”rett til å bli eier av aksjer” for oppkjøper, og etter omstendighetene utløse tilbudsplikt som et ”reelt erverv” etter verdipapirforskriften § 6-11.

En forhåndsaksept er et tilsagn fra målselskapets aksjeeiere om at de vil akseptere et kjøpstilbud fra en som ønsker å kjøpe seg opp i selskapet (heretter ”oppkjøper”), dersom det er en forutsetning for aksepten at et slikt tilbud skulle bli fremsatt. Forhåndsaksept er noe som i prinsippet forhandles mellom partene, der forhandlingsstyrken avgjør. Aksepten er begrenset til å gjelde salg til en avtalt pris, og andre betingelser kan også foreligge. Noe eget vederlag for at aksjeeieren binder seg ved en forhåndsaksept ytes ikke. I praksis vil man derimot avtale en pris per aksje som ligger noe høyere enn markedspris. På denne måten får aksjeeierne et incentiv til å forhåndsakseptere tilbudet. Videre ”motytelse” vil være at et generelt overtakelsestilbud fremsettes⁶⁶. Omfanget for øvrig avhenger av forhåndsakseptens innhold.

Aksjeeiernes forhåndsaksept vil etter avtaleretten regnes som et forhåndstilsagn, som er et bindende tilsagn om handlemåte i en viss situasjon⁶⁷. Mottaker av aksepten, oppkjøper, vil ofte knytte forbehold til fremsettelse av et tilbud. Når avgiver av et utsagn tar et forbehold, blir konsekvensen at utsagnet ikke er et avtalerettslig tilbud⁶⁸. Etter avtalerettslige regler vil denne konstellasjonen medføre at aksjeeierne er tilbydere ved sine forhåndsaksepter, mens oppkjøper er akseptant av forhåndsaksepten hvis denne benytter seg av forhåndsakseptene ved å fremsette et tilbud. Dette vil være tidspunktet for oppfyllelsen eller oppgivelse av eventuelle forbehold. Denne terminologien vil benyttes når det i det følgende skal gjøres rede for problemstillinger knyttet til forhåndsaksepter.

Den første problemstillingen som reiser seg er når mottak av aksepter for salg av aksjer innebærer en ”rett til å bli eier av aksjer”.

⁶⁶ Kredittilsynet, Rundskriv 8/2004

⁶⁷ Hov, 2002, s. 72

⁶⁸ Hov, 2002, s. 73

Forhåndsaksepten er en betinget avtale om kjøp. Dersom oppkjøper kontrollerer inntreden av samtlige nødvendige betingelser for gjennomføring av kjøpet, vil forhåndsaksepten i realiteten innebære en opsjonsavtale⁶⁹ Dette vil være situasjonen der oppkjøper betinger seg retten til å oppgi forbeholdene han har stilt. Her vil det foreligge en "rett til å bli eier". Når det i tilbudet derimot er tatt forbehold om akseptprosent uten at oppkjøper har forbeholdt seg retten til å oppgi forbeholdet, eller forbehold om myndighetsgodkjenning (oppkjøper vil i praksis normalt ikke løfte et slikt forbehold), kan vurderingen bli en annen. Her vil oppfyllelsen ikke være under oppkjøpers kontroll. Valgfrihetselementet som kjennetegner en opsjon er ikke til stede. Det kan være unaturlig å omtale noe som en "rett til å bli eier av aksjer" når retten er betinget av faktorer utenfor oppkjøpers kontroll. Dersom oppkjøper derimot kan oppgi de forbehold han har satt eller forbeholdene er under oppkjøpers kontroll, vil det være nærliggende å vurdere forhåndsaksepten som en "rett til å bli eier av aksjer".

Problemstillingen videre er hvorvidt en slik forhåndsaksept kan regnes som et "reelt erverv av aksjene". For at et "reelt erverv" kreves det at eiendomsbeføyelsene til oppkjøper allerede på tidspunkt for mottak av forhåndsakseptene kan likestilles med dem til en eier. Fremgangsmåten må være å foreta en konkret vurdering av aksepten.

Fordi en forhåndsaksept som nevnt vil ha likhetstrekk med opsjonsavtaler, kan det trekkes paralleller til de elementer som gjennom praksis har blitt vektlagt for opsjoners vedkommende. En tilbyder som har betinget seg adgang til å oppgi vilkårene knyttet til forhåndsakseptene vil ha "samme finansielle eksponering i aksjen som en eier."⁷⁰ Praksis for opsjoner gir imidlertid inntrykk av at stor sannsynlighet for utøvelse, for eksempel fordi kursrisikoen er gått over til opsjonsinnehaver, ikke er tilstrekkelig for et "reelt erverv". Det er derimot kontroll eller innflytelse over organisatoriske rettigheter som vil sette oppkjøper i den posisjon at et "reelt erverv" anses å foreligge. Lignende betraktninger kan med rimelighet anføres her. Det kan selvsagt inngås avtale mellom oppkjøper og aksjeeierne om

⁶⁹ Kredittilsynet, Rundskriv 8/2004

⁷⁰ Oslo børs, høringsnotat, 2007, s. 15/25

stemmeretten for de aksjene forhåndsaksepten gjelder, for eksempel ved instruksjonsmyndighet for oppkjøper. I praksis vil nok forhåndsaksepter gis uten noen avtale eller forståelse om utøvelse av organisatoriske rettigheter. Ved å forhåndsakseptere et tilbud binder aksjeeierne seg til å ikke disponere over aksjene på en måte uforenlig med avtalen. Vederlaget for å binde aksjonærrettigheter vil gjerne være en gunstig pris i tilbudet, og utover dette har ikke oppkjøper betalt noe for den fordel han mottar ved forhåndsaksepten. Dette trekker i retning av at det sjelden vil foreligge sterke avhengighets- eller lojalitetsbånd mellom partene. Når ingen opsjonspremie eller lignende er ytet, er det lite trolig at annet enn disposisjonsretten båndlegges, nettopp fordi aksjeeiernes gevinst ved avtalen begrenser seg til den fremforhandlede tilbudsprisen.

Sammenfatningsvis kan man si at en "rett til å bli eier av aksjer" foreligger når oppkjøper selv har kontroll over forbeholdene eller mulighet til å oppgi disse. Og for at vilkåret om "reelt erverv" skal anses oppfylt, kreves det i tillegg tilstedeværelse av ytterligere forhold som gjør det rimelig å likestille oppkjøpers posisjon med den til en eier, allerede på mottakstidspunktet for akseptene. Som illustrert vil dette antakelig være en sjeldent forekommende situasjon.

I praksis vil sjelden oppkjøper uavhengig av oppnådd akseptgrad oppgi forbehold med den virkning å skape en bindende avtale om erverv av aksjene, med mindre det bare dreier seg om et lite avvik fra forutsatt akseptgrad. Dette er fordi innhenting av aksepter typisk vil skje i forbindelse med et frivillig tilbud, og oppkjøper ønsker å unngå tilbudsplikt. Oppkjøper vil ofte ha som mål å oppnå opp mot 90 % av stemmene gjennom et frivillig tilbud, slik at veien til tvungen overføring av resterende aksjer i selskapet er kort, jfr. vphl. § 6-22. Hvis oppkjøper velger å benytte akseptene ved å fremsette et frivillig tilbud, vil vi være forbi tidspunktet for utløsning av tilbudsplikten etter verdipapirforskriften § 6-11.

Oslo Børs har ved sitt forslag til forskrift, jfr. punkt 4.1, foreslått en regel om at forhåndsaksepter innebærer et erverv av aksjen som utløser tilbudsplikt, med mindre forbeholdet som tas gjelder myndighetsgodkjenning. Hvis man skal følge Børsens

resonnement, vil tilbudsplikten utløses allerede ved innhenting av forhåndsakseptene dersom tilbyder oppnår 1/3 av stemmene. Konsekvensen kan i sin tur bli at det vil være umulig å gå veien om en forhåndsaksept ved fremsettelsen av et frivillig tilbud. Dette gir en uheldig situasjon; forhåndsaksepter er positivt i en oppkjøpssituasjon ettersom det gir tilbyder mulighet til å undersøke markedet, og ”lodde stemningen” når det gjelder tilbudsprisen før frivillig tilbud eventuelt fremsettes⁷¹. Slik kan det testes ut i markedet hvorvidt det er mulig å ”gjennomføre et oppkjøp innenfor det som oppfattes som økonomisk realistiske rammer”.⁷² Det er per i dag ikke gitt noen bestemmelse i tråd med Børsens forslag.

Betingelser fra aksjeeiernes side forekommer også. I praksis stilles gjerne et forbehold om at det ikke kommer et nytt, høyere kjøpstilbud på aksjene som den opprinnelige oppkjøper ikke vil motsvare ved å høyne prisen. Før slike forhold er avklart vil det ikke foreligge en forpliktende aksept mellom partene, og oppkjøper vil ikke ha oppnådd kontroll i selskapet.

6.1.4 Tegningsretter

En tegningsrett er en rett til å kreve utstedt én eller flere nye aksjer i selskapet mot innskudd, hvor retten verken er knyttet til lån eller aksje, jfr. asal. § 11-12. En tegningsrett skiller seg fra en kjøpsrett ved at utøvelsen av tegningsretten innebærer en kapitalforhøyelse gjennom utstedelse av flere aksjer.⁷³ En tegningsrett er en ”rett til å bli eier av aksjer” og faller i prinsippet inn under anvendelsesområdet til verdipapirforskriften § 6-11⁷⁴. Problemstillingen er hvorvidt vilkåret om ”reelt erverv” kan være oppfylt for tegningsretter.

”Reelt erverv” krever at det skal være forhold ved ervervet som gjør det naturlig å likestille en avtale om rett til erverv av aksjene med eierskap.

⁷¹ Bechmann et.al., 2002, s. 269

⁷² Finansnæringens Hovedorganisasjon, 31.10.2007, s. 3

⁷³ NOU 2006: 3 s. 36, Ot.prp.nr.36 (1993-1994) s. 115

⁷⁴ Bechmann et.al., 2002, s. 269

Sannsynligheten for utøvelse av tegningsretten, basert på forholdet mellom tegningskurs og markedskurs, kan være relevant for vurderingen av om et ”reelt erverv” foreligger, etter samme tankegang som for opsjonsavtaler. Utøvelsen vil avhenge av at den avtalte tegningskurs er lavere enn markedskursen.

Etter asal. kreves det ikke at rettighetshaveren skal yte noe vederlag for selve tegningsretten, men kun for aksjene ved tegning. Det vederlaget erververen betaler eller skal betale, kan videre være avtalt for lenge siden, uten at en plan om et eventuelt oppkjøp forelå eller uten at det var tale om en betydelig posisjonering, slik at aksjene er priset uten hensyn til at ervervet kan gi aksjeeieren kontroll. En særlig kontrollpremie vil derfor ikke nødvendigvis være betalt. Eventuell merverdi i forhold til markedsverdi som betales, går inn i selskapet fremfor til én enkelt selger, og utgjør en fordel for alle aksjeeierne⁷⁵. Hensynet om at de øvrige aksjeeierer skal få ta del i kontrollpremien, vil ikke gjøre seg gjeldende for slike situasjoner.

Som illustrert tidligere er innflytelse over organisatoriske rettigheter tillagt avgjørende vekt i ”reelt erverv”-vurderingen, jfr. punkt 5.3. Etter asal. § 11-12 kan rettighetshaver kan bli tilkjent de samme rettighetene som en aksjeeier ved visse selskapsrettslige beslutninger, for eksempel beslutninger om ”oppløsning, fusjon, fisjon eller omdanning”. Rettighetshaver vil imidlertid aldri ha stemmerett eller instruksjonsmulighet. Ved opsjonsavtaler har opsjonsinnehaveren en avtalemotpart, og partene kan inngå avtaler om utøvelsen av stemmeretten og andre organisatoriske rettigheter. For tegningsretters vedkommende er det derimot ingen tilsvarende avtalemotpart, ettersom det er selskapet ved generalforsamlingen som er motpart ved utstedelse av nye aksjer. Ved at det ikke vil være en motpart som rettighetshaveren kan utøve innflytelse gjennom, vil de to første grunnbetingelsene for et ”reelt erverv” ikke være oppfylt, jfr. punkt 5.3.2.

⁷⁵ NOU 1996:2 s. 111

Hensynet til at minoritetsaksjonærer skal gis en uttredensmulighet er betinget av at det skjer et kontrollskifte, og det vil ikke være tilfellet ved erverv av tegningsrett. At et ”reelt erverv” skal kunne foreligge synes derfor lite praktisk. Først ved tegning vil tilbudsplikt etter vphl. § 6-1(1) utløses.

6.1.5 Terminer

Terminer omfattes av hovedregelen i vphl. § 6-1(1) som et erverv av eiendomsrett⁷⁶. En termin innebærer i likhet med opsjoner en rett til å bli eier av aksjer på et tidspunkt i fremtiden. I en termin er imidlertid rettighetshaver også forpliktet etter avtalen. Et aktuelt spørsmål er om terminavtaler etter omstendighetene også kan subsumeres under verdipapirforskriften § 6-11.

Ved vurderingen av dette må det for det første tas stilling til hvorvidt aksjeterminavtaler omfattes av § 6-11 som en ”rett til å bli eier av aksjer”.

Den klassiske aksjeterminkontrakt er en kontrakt om å henholdsvis kjøpe og selge en avtalt mengde aksjer, på et bestemt tidspunkt og til en fastsatt pris.⁷⁷ Formålet med terminavtalen er gjerne at erverver skal gis anledning til å fremskaffe finansiering, uten at dette er en betingelse for gjennomføringen. I det følgende er det kun ikke-standardiserte terminkontrakter, inngått direkte mellom to parter og med fysisk oppgjør (”forwardkontrakt”), som skal vurderes.

Terminkontrakten er en gjensidig berettigende og forpliktende avtale hvor gjennomføringen er satt frem i tid⁷⁸. Terminavtalen skiller seg dermed fra et aksjekjøp i markedet; såkalte spotkjøp. Ved siden av aksjeerverv ved forhåndsaksepter, er spotkjøp den vanligste disposisjonen som omfattes av vphl. § 6-1(1). Ved spotkjøp er det handelssystemet som forårsaker at oppgjøret og overføringen av eierbeføyelsene forsinkes i

⁷⁶ NOU 1996:2 s. 113, Bechmann et.al., 2002, s. 255, Bergo, 1998, s.451

⁷⁷ Bergo 1998 s. 54

⁷⁸ Ot.prp nr 29 (1996-1997) s. 11, NOU 1999: 29 punkt 2.1.

forhold til avtaletidspunktet, jfr. punkt 5.2. Eierbeføyelsene vil ved en terminavtale ikke overdras ved selve ervervet, men først på det senere oppgjørstidspunktet. Her er det imidlertid avtalen som dikterer et utsatt oppgjørstidspunkt. Mekanismen i en termin korresponderer derfor med ”ervert av en rett til å bli eier” i forskriften § 6-11.

Terminer har dessuten enkelte likhetstrekk med opsjonsavtaler: Etter avtaleinngåelsen vil det være en periode hvor rettighetshaver ikke har eiendomsretten, og hvor utsteder fremdeles er formell eier. I motsetning til opsjonsavtaler inneholder imidlertid terminavtaler ingen valgrett for partene, – hver av dem er forpliktet til å levere ytelsene som er avtalt. Manglende oppfyllelse vil kunne møtes med misligholdsbeføyelser.

Når verdipapirforskriften taler om en ”rett” til å bli eier, og kan man spørre om man må tolke uttrykket ”rett” antitetisk og utelukke tilfeller hvor det også foreligger en plikt til å bli eier. Det foreligger imidlertid ingen rettskilder som gir anvisning på at uttrykket skal tolkes antitetisk. Etter min mening er det mest nærliggende å trekke den slutning at ordlyden ikke er til hinder for at avtaler som også innebærer en plikt kan omfattes. På en annen side er det typisk opsjoner og andre instrumenter hvor utøvelsen er usikker som fremheves i forarbeidene, for eksempel tegningsretter⁷⁹. Terminer er ett sted i forarbeidene omtalt under overskriften ”rettigheter til aksjer”⁸⁰.

Egenskapene ved en terminavtale gjør at den etter min oppfatning omfattes av begrepet ”rett til å bli eier av aksjer”.

Den neste problemstillingen er hvorvidt en terminavtale etter omstendighetene kan utgjøre et ”reelt ervert” etter § 6-11 i verdipapirforskriften.

Dersom avhender stiller aksjene til disposisjon for kjøperen på oppgjørstidspunktet, er det kun mislighold fra kjøpers side (eller ny avtale mellom partene) som kan føre til at ervervet

⁷⁹ NOU 2005:17 s. 23

⁸⁰ NOU 1996:2 s. 113

ikke gjennomføres. Dette medfører at aksjonærinteressen til avhender som oftest vil være erstattet av en kreditorinteresse i kjøpesummen. At terminselger er villig til å la erverver få innflytelse over utøvelsen av stemmeretten, er mer sannsynlig for terminer enn for opsjonsavtaler, ettersom selgers interesse ligger i vederlaget. De faktorer som gjør at en "rett til å bli eier av aksjer" undertiden kan innebære et "reelt erverv" – typisk at rettighetshaver har kontroll over stemmeretten – vil derfor like fullt kunne foreligge for terminavtaler. Erverver kan for eksempel få stemmefullmakt, eller selger av terminen stemmer i tråd med erververs instruks som følge av en rettslig eller stilltiende avtale. I slike tilfeller har betydelige eierbeføyelser blitt overført allerede på avtaletidspunktet. Det er ikke samtidighet mellom ytelsene, og terminavtalen vil i realiteten innebære et kjøp hvor selger yter kreditt. Samlet sett kan kontroll i selskapet tilkomme erverver allerede ved inngåelsen av en terminavtale. Her vil det foreligge et "reelt erverv", og tilbudsplikt med hjemmel i verdipapirforskriften bør pålegges under hensyn til minoritetsaksjonærene.

I juridisk litteratur hevdes det at terminer går under anvendelsesområdet til vphl. § 6-1(1)⁸¹. Forholdet til verdipapirforskriften § 6-11 eller vphl. (1997) § 4-1(4) er ikke vurdert, men det synes å være forutsatt at bestemmelsene om tilbudsplikt for rettigheter ikke får anvendelse for terminer. Dersom man i tråd med oppfatningene i juridisk litteratur legger til grunn at terminer kun faller inn under anvendelsesområdet til vphl. § 6-1(1), vil det foreligge et paradoks i lovverket. Etter § 6-1(1) er skjæringspunktet for tilbudsplikt det tidspunktet "eierbeføyelsene går over"⁸², som normalt vil være tidspunktet for registrering i verdipapirregisteret, jfr. punkt 5.2. Hvis man må forholde seg til tidspunktet for registrering i verdipapirregisteret også for terminavtaler som reelt sett innebærer et kontrollskifte, vil dette føre til en tilfeldig forskjellsbehandling, ettersom rettigheter til å bli eier av aksjer kan være gjenstand for tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-1 allerede ved avtaleinngåelsen.

⁸¹ Bechmann et.al., 2002, s. 255, Bergo, 1998, s. 451

⁸² NOU 1996:2 s. 113 og 120, Ot. Prp. Nr. 53 (1988-89) s. 18

Denne uheldige rettstillingen kan være en del av bakgrunnen for Børsens uttalelse om at å legge oppgjørstidspunktet til grunn for vphl. § 6-1(1) kan åpne for misbruk⁸³. Børsen presiserte i uttalelsen at det må ”bero på en konkret vurdering av avtaleforholdet når eierbeføyelsene anses som overført”. Børsen synes her å åpne for en vurdering tilsvarende ”reelt erverv”-vurderingen i § 6-11, hvilket innebærer en løsrivelse fra registrering i verdipapirregisteret som det avgjørende skjæringstidspunkt. Dette er forenlig med forarbeidenes uttalelser om at registrering ”i praksis” vil legges til grunn⁸⁴. Formuleringen ”i praksis” åpner for at registrering ikke nødvendigvis må være avgjørende. Det kan etter min mening argumenteres for at terminkjøper, i de tilfeller hvor vedkommende allerede ved avtaletidspunktet får kontroll eller innflytelse over de vesentligste eierbeføyelsene, skal anses som ”eier” etter vphl. § 6-1 (1). Avveiningen tilsvarer vurderingen av ”reelt erverv” i verdipapirforskriften § 6-11. En viktig forskjell er imidlertid at bestemmelsen i verdipapirforskriften § 6-11 har en lovfestet realitetsvurdering, gjennom uttrykket ”reelt erverv”. En realitetsvurdering etter § 6-1(1) må derimot hjemles i ulovfestede omgåelsesprinsipper, og retningslinjer for skjønnet foreligger ikke.

Terminer er omfattet av Oslo Børs’ høringsnotat, jfr. forslagets § 2 nr. 1. Børsen legger opp til at inngåelse av terminavtaler skal utløse tilbudsplikt dersom rettighetshaver får rett til mer enn 1/3 av stemmene. Ingen nærmere vurdering av rettighetene og forpliktelsene i terminen vil kreves, og forslaget innebærer dermed en utvidelse i forhold til gjeldende rett.

6.2 Tap av aksjonærrettigheter som argument mot at ”reelt erverv” foreligger.

Ved lovendring i asal. § 4-2 (2) ble det åpnet for at avhender og erverver av en aksje kan avtale at avhenderen kan utøve rettigheter som aksjeeier frem til disse går over på erververen. Det må kreves uttrykkelige holdepunkter i avtalen for å kunne si at det er avtalt mellom partene at avhenderen skal beholde stemmeretten. Der dette er gjort, vil

⁸³ Oslo Børs, vedtak og uttalelser 2001, s. 94.

⁸⁴ Ot. Prp. Nr. 53 (1988-89) s. 18

vurderingen av den reelle aksjonærinteresse miste sin praktiske betydning⁸⁵. Vurderingen i det følgende er derfor begrenset til de tilfeller hvor en slik avtale ikke foreligger.

Polarisdommen⁸⁶ slo fast prinsippet om at aksjonærrettigheter bare kan utøves av dem med ”reell aksjonærinteresse”⁸⁷. Polarisdommen gjelder direkte fratakelse av stemmerett for avhender ved eiendomsoverdragelse. Dommen er likevel av interesse på bakgrunn av argumentasjon rundt spørsmålet om når reell aksjonærinteresse og faktisk kontroll anses å foreligge. Begrunnelsen er at besittelsen av organisatoriske rettigheter er sentral ved avgjørelsen av om kontroll er oppnådd.

Det følger av premissene i dommen at prinsippet i all hovedsak er oppstilt til vern om selskapets og øvrige aksjeeieres interesser. Prinsippet fremmer et kursrisikoperspektiv: Dersom det er inngått en avtale om salg av aksjer som overfører risikoen for verdiendringer i selskapet til erververen, vil avhender interesse i selskapet normalt være erstattet av en kreditorinteresse i å få utbetalt kjøpesummen for aksjene. Avhender bør i slike tilfelle ikke kunne stemme på generalforsamlingen og på denne måten øve sin innflytelse på selskapets drift. Hensynet til selskapet og de øvrige aksjeeiere taler for at bare de med reell aksjonærinteresse skal kunne forvalte selskapet gjennom generalforsamlingen. Disse vil ha selskapets beste for øye ettersom aksjekursen og igjen deres investering kan svekkes ved lite hensiktsmessige avgjørelser.

At avhender mister sine rettigheter betyr imidlertid ikke at erverver får dem. Derimot kan dommen etter omstendighetene tas til inntekt for en konklusjon om at et ”reelt erverv” ikke foreligger. Ved en opsjonsavtale hvor det er ”åpenbart” at opsjonen vil bli benyttet og risikoen for kurssvingninger har gått over på kjøper, kan det hevdes at reell aksjonærinteresse ikke lenger foreligger. En fratakelse av stemmerett for avhenderen vil være at argument mot et ”reelt erverv”. Her vil ikke grunnbetingelse nummer to om stemmerett være til stede, jfr. punkt 5.3.2. Borgarting lagmannsretts dom om forkjøpsrett i

⁸⁵ Ot.prp.nr.55 (2005-2006) s 168 og 169

⁸⁶ Rt. 1966 s. 1120

⁸⁷ Arnkværn et.al, TfF, nr 2/2002, s. 156

AS Halden Arbeiderblad illustrerer vektleggingen av instruksjonsmulighet over stemmeretten. At lojalitetssynspunkter har blitt vektlagt er Havila-saken et eksempel på. Hadde imidlertid avhender ikke hatt sine aksjonærrettigheter i behold ville det samme resultat i disse sakene være vanskelig å nå. Man la til grunn at erverver hadde kontroll via avhender, og dette var avgjørende for resultatet.

I forlengelsen av dette skal jeg kort nevne situasjonen som oppstår når et tap av stemmeretten grunnet mangel på reell aksjonærinteresse, fører til at øvrige aksjeeieres stemmeprocent øker relativt. Hvis en tilbudsplikterskel passerer som følge av dette vil det ha skjedd et kontrollskifte i selskapet, men det vil ikke være foretatt et ”erverv”, som er et vilkår for utløsning av tilbudsplikt. En slik situasjon faller dermed utenfor området for tilbudsplikt.

7 Konsolidering

7.1 Skal det konsolideres på aksjebeholdningen etter verdipapirforskriften §6-11?

Uttrykket ”aksjer som sammen med vedkommendes øvrige aksjer” henviser til at antallet aksjer retten gjelder skal legges sammen med rettighetshavers eventuelle øvrige aksjer i selskapet. Formuleringen trekker i retning av at kun aksjeeierens egne aksjer og rettigheter skal regnes med ved beregningen av stemmeprosent. En problemstilling som reiser seg er hvorvidt konsolideringsreglene om identifikasjon mellom aksjeeiere gjelder for rettigheter til å bli eier av aksjer.

Vphl. § 6-5 (1,1.punktum) har en regel om identifikasjon mellom ”nærstående” aksjeeiere. Bestemmelsen medfører at nærståendes aksjer skal anses eid av aksjeeieren selv i relasjon til reglene om tilbudsplikt. Av 1.ledd 2.punktum følger det at tilbudsplikten inntreer uavhengig av om det er aksjeeieren eller dennes nærstående som har foretatt det ervervet som utløser tilbudsplikten⁸⁸.

Vphl. § 6-5 (1) taler om konsolidering ”i forhold til reglene om tilbudsplikt”. Det foretas med dette ingen avgrensning til kun å gjelde reglene som er inntatt i loven, men gjelder etter sin ordlyd helt generelt. Verdipapirforskriften § 6-11 er taus om forholdet til konsolideringsreglene, og det er heller ikke nevnt i forarbeidene. Formuleringen i § 6-5 (1) taler imidlertid for at verdipapirforskriftens regler om tilbudsplikt omfattes. Hensynet til å forhindre omgåelser og til sammenheng i regelverket, taler også for at konsolideringsreglene skal gjelde tilsvarende for erverv av rett. Det riktige må være at uttrykket ”vedkommendes øvrige aksjer” i verdipapirforskriften 6-11 leses slik at en eventuell nærståendes aksjer vil bli regnet med.

Erverver en konsolidert part en ”rett” som anses som et ”reelt erverv”, som medfører at partene sammenlagt passerer 1/3-grensen, vil det avgjørende for om tilbudsplikt utløses

⁸⁸ NOU 2005: 17 s. 25

være om ervervet skjer før eller etter at det ble grunnlag for konsolidering.⁸⁹ At man ser flere rettighetshavere sammen, for eksempel dersom de inngår et forpliktende samarbeid, jfr. § 2-5 (nr. 5), innebærer ikke et ”erverv” av en ”rett til å bli eier av aksjer”. Ervervet til en nærstående – i praksis avtaleinngåelsen når det gjelder ”rett til å bli eier av aksjer” - må altså foretas etter at det ble grunnlag for å konsolidere partene for å inkluderes ved beregningen av stemmeandel.⁹⁰

7.2 Interne transaksjoner

Vphl. § 6-1(6) regulerer hvorvidt overføringer innen en konsolidert gruppe utløser tilbudsplikt. Hvis en tilbudspliktsgrense passerer ved ervervet, utløses tilbudsplikten etter vphl. § 6-1(1). Dette begrunnes i omgåelseshensyn, og at en intern overføring medfører et kontrollskifte innad i gruppen. Tilsvarende må gjelde i forhold til erverk av rett til aksjer, etter samme begrunnelse som i punkt 7.1.

Dersom nærstående parter inngår en avtale om rett til erverk av aksjer, for eksempel en opsjonsavtale, vil det nok lettere anses å foreligge et ”reelt erverk” i verdipapirforskriften § 6-11s forstand. Her er det viktig å presisere forutsetningen om at grunnlaget for konsolideringen inntraff før ervervet, slik at aksjebeholdningen allerede på avtaletidspunktet overstiger tilbudspliktterskelen. At en avtale lettere vil innebære et ”reelt erverk” begrunnes med at lojalitetsbånd mellom partene kan påvirke utøvelsen av de organisatoriske rettigheter. Når Børsstyret i Havila-saken, jfr. punkt 6.1.1, lar antakelser om partslojalitet på grunn av forutgående samarbeid få avgjørende vekt, vil dette gjelde enda sterkere for parter som er identifisert med hverandre etter vphl. § 2-5. Særlig illustreres dette ved at vphl. § 6-5(1) regner nærståendes aksjer sammen i forhold til tilbudsplikten.

⁸⁹ Bechmann et.al., 2002, s.253

⁹⁰ NOU 2005:17 s. 27

7.3 Forholdet mellom reelle erverv og konsolidering etter vphl. § 2-5(5)

Det er uklart hvordan verdipapirforskriften § 6-11 forholder seg til reglene om nærstående i vphl. § 2-5(5). I Havila-saken ga én situasjon grunnlag for tilbudsplikt både etter (gjeldende retts) § 2-5(5) jfr. §§ 6-5, 6-1, og verdipapirforskriften § 6-11, men saken ble avgjort på sistnevnte grunnlag ettersom dette grunnlaget ville utløse tilbudsplikt på et tidligere tidspunkt. Kan det oppstilles en presumsjon om at situasjoner som utløser tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-11, også utgjør grunnlag for konsolidering etter vphl. § 2-5(5)?

Vphl. § 6-5(1) hjemler identifikasjon mellom aksjeeier og ”nærstående som nevnt i § 2-5” i forhold til aksjebeholdningen. Etter vphl. § 2-5(5) vil en nærstående bl.a. være ”noen som det må antas at vedkommende har forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, herunder samarbeid der et tilbud vanskeliggjøres eller hindres.”

I Seadrill-dommen foretar tingretten en grundig vurdering av vphl. § 2-5(5). Seadrill-dommen gjaldt gyldigheten av Børsklagenemndas vedtak av 12.12.2006. Spørsmålet var om inngåelsen av en TRS-avtale med tilhørende sikringsaksjer i Eastern Drilling ASA mellom Seadrill Ltd. og Carnegie ASA kunne lede til tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, samt spørsmålet om konsolideringens betydning for tilbudsprisen⁹¹.

En TRS-avtale (total return swap-avtale) er en avtale med finansielt oppgjør som innebærer et ”veddemål” om aksjekursen. Tilbyder av risikoen påtar seg risikoen for kursstigning, mens kjøper av risikoen må betale kursdifferansen ved en synkende aksjekurs. Tilbyder vil ofte sikre seg ved å erverve sikringsaksjer og dermed eliminere sin risiko. Hvis aksjen stiger i verdi, har han dermed dekning for motpartens krav. I Seadrill-saken hadde kjøper Seadrill ikke rett til eiendomsrett i aksjene; det hadde kun tilbyder Carnegie, ved ervervelsen av sikringsaksjer. Vphl. § 4-1(4) var ikke anvendelig ettersom TRS-avtalen ikke var en ”rett til å bli eier av aksjer”. Retten vurderte hvorvidt man kunne konsolidere Carnegie og Seadrill under henvisning til vphl. § 2-5(5) og dermed regne Carnegies sikringsaksjer med til Seadrills beholdning. For tilbudsplikt ville dette imidlertid kreve et erverv etter konsolideringen, jfr. punkt 7.1. Børsklagenemnda stadfestet Børsstyrets vedtak om konsolidering av partene, og retten frifant Børsklagenemnda ved Oslo Børs.

⁹¹ Seadrill-dommen, 2007, s. 2

Gjennom en tolkning av forarbeidene til § 2-5(5), definerte retten to betingelser for et ”forpliktende samarbeid” gjennom ”bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument”⁹². Betingelsene var at det forelå en koordinert opptreden basert på avtale, samt at avtalen var relatert til kontrollen over selskapet.

Det følger av forarbeidene at avtalen kan være stilltiende, poenget er at partene må anse samarbeidet som forpliktende⁹³. Fellesinteresser og parallell handling er ikke tilstrekkelig.

Uttrykket ”bruk av rettighetene” i vphl. § 2-5(5) omfatter etter ordlyden både samarbeid ved bruk av organisatoriske rettigheter og økonomiske rettigheter. Bruk av stemmeretten vil imidlertid være mest praktisk, ettersom det er kontroll over selskapet man ønsker å fange opp, jfr. punkt 3.2⁹⁴. Når partene i en avtale har inngått et samarbeid om utøvelsen av aksjonærrettigheter, for eksempel erverv av en kjøpsopsjon hvor avtalen legger bånd på utsteders stemmeutøvelse, vil opsjonsinnehaver få en kontroll i selskapet som tilsier konsolidering. I og med at grunnlaget for og vedtaket om konsolidering ikke i seg selv er et ”erverv” i forhold til tilbudspliktsreglene, må det foretas et erverv etter konsolideringen for å utløse tilbudsplikt. Derimot vil et ”reelt erverv” utløse tilbudsplikt på grunnlag av forhold som i mange henseende vil oppfylle kravene for å konsolidere etter vphl. § 2-5(5), for eksempel ved inngåelsen av en opsjonsavtale som nevnt innledningsvis i avsnittet. Når partene identifiseres etter vphl. § 2-5(5) vil det altså som hovedregel også foreligge et ”reelt erverv”. Etter § 6-11 slipper tilbudsmyndigheten å måtte bevise både grunnlag for identifikasjon mellom partene, samt at et erverv er foretatt i ettertid, og tilbudsplikten vil inntre allerede ved avtaleinngåelsen.

⁹² Ot.prp. nr 29 (1996-1997) s. 71, Seadrill-dommen, 2007, s. 24

⁹³ NOU 1996:2 s.114-115

⁹⁴ Bechmann et.al, 2002 s. 65

8 Situasjoner ved passering av tersklene for tilbudsplikt

8.1 Forholdet til tilbudspliktgrensene på 40 % og 50 %

Verdipapirforskriften § 6-11 hjemler etter ordlyden kun tilbudsplikt ved passering av 1/3 av stemmene i selskapet. Derimot nevnes ikke reglene om ny tilbudsplikt ved 40 % og 50 % erverv, jfr. § 6-6 (1). Problemstillingen i det følgende er om dette medfører at erverv av rett til aksjer kun utløser tilbudsplikt ved passeringen av den første tilbudsterskelen, og at reglene om ”gjentatt” tilbudsplikt, jfr. vphl. § 6-6 (1), ikke kommer til anvendelse.

Ordlyden i verdipapirforskriften § 6-11 er klar, og man må spørre hvorvidt utelatelsen av en henvisning til reglene om ”gjentatt” tilbudsplikt er bevisst fra lovgivers side, og begrunnet i et ønske om å behandle rettigheter til aksjer annerledes enn erverv etter § 6-1(1).

I forarbeidene uttales det at verdipapirforskriften § 6-11 er en videreføring av vphl. (1997) § 4-1(4), jfr. punkt 4.1⁹⁵. Ved vedtakelsen av § 6-11 har man så godt som kopiert vphl. (1997) § 4-1(4), og man har i prosessen trolig forsømt å ta hensyn til de nyskapninger som har kommet med vphl. kapittel 6. At lovgiver taler om en ”videreføring” av § 4-1(4), er et argument for at lovgiver ikke ville foreta noen realitetsendringer i forhold til hovedregelen i vphl. § 6-1(1). Utelatelsen beror antakelig på en forglemmelse fra lovgivers side, og man må tolke bestemmelsen i tråd med den antatte lovgiverviljen.

Også kontekst og sammenheng i lovverket taler for at de øvrige regler i vphl. kapittel 6 som utgangspunkt må få anvendelse. Videre må hensynet til å unngå omgåelser tillegges stor vekt. Hvis ikke passering av tilbudsplikttersklene på 40 % og 50 % var omfattet av verdipapirforskriften § 6-11, kunne man unngått ”gjentatt” tilbudsplikt gjennom inngåelse av opsjonsavtaler som ga kontroll over stemmerettigheter. Paragrafen må være gjenstand for utfylling der dette anses naturlig, også for forhold hvor denne er taus. Forskriften § 6-11 er gitt i medhold av vphl. § 6-1(4), og bør tolkes i tråd med de øvrige reglene i vphl.

⁹⁵ Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 426

kapittel 6. Dette taler for at reglene om gjentatt tilbudsplikt får anvendelse også ved erverv av rett til aksjer.

8.2 Forholdet til etterfølgende erverv

På samme måte som spørsmålet om gjentatt tilbudsplikt får anvendelse for verdipapirforskriften § 6-11, blir det spørsmål om behandlingen av reglene om etterfølgende erverv i vphl. § 6-6(2).

Etterfølgende erverv innebærer at dersom tilbudspliktgrensen er passert uten at det er utløst tilbudsplikt etter § 6-1(1) eller § 6-6 (1), for eksempel fordi passeringen skjer ved konsolidering uten erverv eller ved ervervsform som er unntatt fra tilbudsplikt etter § 6-2, inntreffer tilbudsplikt ved ”ethvert etterfølgende erverv som øker stemmeandelen”. Alle etterfølgende erverv rammes uavhengig av størrelse og er ikke betinget av at det skjer et reelt kontrollskifte⁹⁶.

Argumentene for å la reglene få anvendelse for verdipapirforskriften § 6-11 blir de samme som for gjentatt tilbudsplikts vedkommende, nemlig hensynet til at like tilfeller skal behandles likt, og særlig hensynet til å unngå omgåelse. En som har passert en tilbudsgrense uten å få tilbudsplikt, må få tilbudsplikt ved etterfølgende erverv av rettigheter som er et ”reelt erverv”, uavhengig av om grensene for ”gjentatt tilbudsplikt” passeres.

8.3 Omfattes utsteder av opsjonen av det pliktige tilbudet?

Verken loven eller forarbeidene sier noe om forholdet til rettighetsutstederen ved fremsettelsen av tilbud etter verdipapirforskriften. Etter vphl. § 6-1(1) vil tilbudet omfatte avhender av aksjene såfremt han fremdeles eier aksjer i selskapet. Når imidlertid

⁹⁶ Bechmann et.al., 2002, s.293

rettighetsutsteder fremdeles er formell eier av aksjene, blir situasjonen mer komplisert, og løsningen er ikke nødvendigvis opplagt.

Etter vphl. § 6-10(2) skal tilbudet omfatte alle selskapets aksjer. Rettighetsinnehavers egne aksjer skal selvfølgelig ikke regnes med, det er bare de utestående aksjene i selskapet som inngår i tilbudet.

Etter ordlyden i vphl. § 6-10(2) omfattes også rettighetsutsteders aksjer. Når tilbudsmyndigheten pålegger tilbudsplikt med hjemmel i verdipapirforskriften § 6-11, vil imidlertid utsteders aksjer anses "reelt ervervet" av rettighetshaver. Aksjene som omfattes av rettighetsavtalen må antakelig anses som en del av rettighetshavers aksjebeholdning i relasjon til reglene om tilbudsplikt, og man må holde aksjene utenfor tilbudet. Hvis aksjene i rettighetsavtalen skulle omfattes av tilbudet, ville resultatet bli at et tilbud måtte fremsettes også for aksjer rettighetshaver har fått tilbudsplikt på bakgrunn av. En slik løsning ville skape dårlig sammenheng i lovverket. Illustrerende er også konsekvensene en slik løsning ville ha for tilbudsprisen. Hvis opsjonsutsteder kunne akseptere tilbudet for aksjene i opsjonsavtalen, ville opsjonsutsteder motta et samlet vederlag som var høyere enn det andre aksjeeiere ville få for sine aksjer. Dette er fordi utsteder allerede ville ha mottatt opsjonspremien, som samtidig ville inngått som en del av tilbudsprisen, jfr. punkt 13.2 nedenfor. Forskjellsbehandling ved fremsettelse av tilbudet strider mot likebehandlingsprinsippet i vphl. § 6-10(9). Samlet sett taler dette for at den naturlig språklige forståelsen av ordlyden ikke kan legges til grunn. Rettighetsutsteder kan bare akseptere tilbudet for eventuelle aksjer i selskapet som ikke omfattes av rettighetsavtalen.

Rettighetsavtalen mellom partene styres av privatrettslige regler, og vil ikke påvirkes av et vedtak om tilbudsplikt fra Børsen. En utsteder av en kjøpsopsjon må fremdeles være bundet av avtalen, det vil si til å selge på de vilkår som avtalen fastsetter. Han kan ikke fri seg fra denne ved at opsjonsinnehaver kommer i tilbudspliktsituasjon.

Den praktiske betydningen av hva som omfattes av tilbudet, er at garantiens størrelse beregnes ut fra det antall aksjer tilbudet gjelder. Etter vphl. § 6-10 (7) skal oppgjøret for det pliktige tilbudet garanteres av en finansinstitusjon. Garantien kan utgjøre en enorm kostnad for tilbyder i form av renter og omkostninger, og garantiens størrelse kan være avgjørende for om tilbyder fremsetter pliktig tilbud eller selger seg ned etter vphl. § 6-9⁹⁷.

Garantisummen tilsvarer tilbudsprisen multiplisert med det antallet aksjer som tilbudet omfatter, tillagt forsinkelsesrente, jfr. verdipapirforskriften § 6-3(1). Det vil derfor være en økonomisk fordel for rettighetsinnehaver at de aksjene som utsteder fremdeles er formell eier av, holdes utenfor.

8.4 Forholdet til utøvelse av retten til å bli eier av aksjer

I forlengelsen av forrige drøftelse skal jeg her vurdere hvordan situasjonen stiller seg dersom rettighetshaver - etter å ha fremsatt pliktig tilbud på grunn av at en rett til aksjer vurderes som et "reelt erverv" - deretter utøver sin rett. Vil det forhold at en rettighetshaver realiserer sin rett kunne utløse en ny tilbudsplikt?

Ordlyden i verdipapirforskriften § 6-11 sier ingenting om dette spørsmålet. Forarbeidene er også tause om forholdet. Vphl. § 6-6-(1, siste punktum) sier uttrykkelig at gjentatt tilbudsplikt ikke inntreffer ved erverv foretatt i tilknytning til fremsettelse av tilbud etter vphl. § 6-1(1). Her er imidlertid situasjonen en litt annen; det er ikke et erverv foretatt i tilknytning til "fremsettelse av tilbud" det er tale om. Ettersom de øvrige rettskildene ikke gir noen klar løsning, kan hensynene bak tilbudsplikten være veiledende. Minoriteten har allerede fått sin del av kontrollpremien og fått anledning til å selge sine aksjer. Tilsvarende skal tilbyder ikke pålegges byrden med å fremsette pliktig tilbud to ganger for samme aksjeholdning. Et annet resultat ville medføre en dobbeltbehandling av aksjene. Det riktige ved en utøvelse av rettigheten i etterkant av det pliktige tilbudet, må være å anse den totale aksjeholdningen som konstant. Det er ikke foretatt noe nytt "erverv" som utløser en tilbudsplikt.

⁹⁷ Ot.prp.nr. 53 (1988-1989) s 23

8.5 Vil et "indirekte erverv" inkludere et "reelt erverv"?

Vphl. § 6-1(2) hjemler tilbudsplikt for "indirekte erverv" av aksjer, ved at et slikt erverv vil utgjøre grunnlag for tilbudsplikt etter § 6-1(1). Et indirekte erverv vil foreligge blant annet ved erverv av "aksjer som representerer mer enn 50 prosent av stemmene i et selskap hvis vesentligste virksomhet består i å eie aksjer i et selskap som nevnt i første ledd", jfr. vphl. § 6-1 (2, nr. 1). Av hensyn til avgrensningsbehov, vil bare et indirekte erverv som beskrevet i vphl. § 6-1 (2, nr. 1) omtales.

Ordlyden i vphl. § 6-1(2) gjelder direkte bare § 6-1(1). Det kan imidlertid stilles spørsmål om ikke vphl. § 6-1(2) også må omfatte "reelle erverv" av aksjer.

I forarbeidene står det at det avgjørende er om aksjeeieren i det mellomliggende selskapet, har mulighet til å ha "reell kontroll" over aksjene i det noterte selskapet⁹⁸. I så fall vil eier av det mellomliggende selskapet også være "den reelle eier" av det noterte selskapet⁹⁹.

"Reell kontroll" gjennom det mellomliggende selskap kan oppnås ved erverv av rettigheter til aksjer, for eksempel gjennom en opsjonsavtale som i realiteten innebærer overføring av sentrale eierbeføyelser. I disse tilfellene, som ved formelle erverv av aksjene etter vphl. § 6-1(1), kan aksjeeieren/rettighetsinnehaver ha "reell kontroll" over aksjene i selskapet gjennom det mellomliggende selskapet. Hensynet til minoritetsbeskyttelse ved kontrollovergang, og hensynet til å unngå omgåelse av tilbudsplikten ved kontroll gjennom indirekte erverv, gjør seg like fullt gjeldende for de "indirekte reelle erverv". Samlet sett er det etter min oppfatning klart at man må inkludere et "reelt erverv" i vphl. § 6-1(2). Tilbudspliktterskelen på 50 % må gjelde også for "indirekte erverv" ved rett til å bli eier av aksjer.

⁹⁸ NOU 1996: 2 s. 116

⁹⁹ NOU 1996: 2 s. 116

9 Saklig virkeområde og tilbudsmyndigheten

9.1 Saklig virkeområde: bruken av begrepet ”børsnotert marked”

Verdipapirforskriften § 6-11 benytter uttrykket ”et *børsnotert selskap*” ved angivelse av tilbudspliktens saklige virkeområde”. Etter vphl. § 6-1 (1) utløses imidlertid tilbudsplikten når aksjebeholdning overstiger 1/3 av stemmene i ”*norsk regulert marked (notert selskap)*”. Medfører denne forskjellen i ordlyd at tilbudsplikt for rett til aksjer gis et snevrere saklig virkeområde enn tilbudsplikt ved aksjeerverv etter § 6-1 (1)? I denne forbindelse oppstår spørsmålet om dette i praksis medfører et hull i loven. Virkningen av at ”børsnotert selskap” benyttes i verdipapirforskriften § 6-11, er at instrumenter notert på Oslo Axess i utgangspunktet faller utenfor. Oslo Axess er en regulert markedsplass for omsetning av aksjer, derimot ikke en børs etter børsloven § 3.

I børsloven av 2000 hadde foretak med konsesjon som autorisert markedsplass og foretak med konsesjon som børs fellesbetegnelsen ”regulert marked”¹⁰⁰. Under arbeidet med vphl. ble definisjonene i børsloven og vphl. endret. Et nytt terminologisk skille ble innført for å bringe de norske reglene i overensstemmelse med Takeover-direktivet¹⁰¹ og det oppstod et skille mellom ”børs” og ”regulert marked”. Forarbeidene uttalte at ”en børs [vil] alltid være et regulert marked, mens et regulert marked ikke trenger være en børs”¹⁰².

I børsloven¹⁰³ § 3 (1) defineres ”regulert marked” som et ”foretak med tillatelse etter § 4 som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter i samsvar med lov, forskrift og objektive handelsregler fastsatt av markedet selv”, jfr. vphl. § 2-3 (3). Børs har en egen definisjon i § 3 som et ”regulert marked med særskilt tillatelse etter § 33”.

¹⁰⁰ Ot.prp. nr. 73(1999-2000) s. 29,30

¹⁰¹ Ot.prp. nr 34 (2006-2007), s. 360

¹⁰² Ot.prp. nr 34 (2006-2007), s. 190

¹⁰³ Lov om regulerte markeder (børsloven) av 29.6.2007 nr. 74

Dette illustrerer at forskjellen i ordlyd mellom vphl. § 6-1(1) og verdipapirforskriften § 6-11 er av materiell betydning. Når § 6-11 benytter uttrykket ”børsnotert selskap” blir dermed virkeområdet etter ordlyden mindre enn etter den generelle hjemmelen for tilbudsplikt etter § 6-1(1), som også omfatter selskaper notert på ”regulerte markeder”.

Etter forskrift om autoriserte markedsplasser § 3 - som gjaldt frem til ikrafttredelsen av ny vphl. og børsløven, fikk vphl. (1997) kapittel 4 om tilbudsplikt anvendelse for ”omsettelige verdipapirer notert på et autorisert marked”¹⁰⁴. På den tiden var hjemmelen for tilbudsplikt ved ”reelt erverv” inntatt i lovens tilbudspliktkapittel, og gjaldt derfor også for autoriserte markeder og dermed aksjer notert på Oslo Axess¹⁰⁵. I den nye børsforskriften har man imidlertid ingen tilsvarende regel¹⁰⁶.

For at verdipapirforskriften skal få anvendelse for selskaper notert på regulerte markeder, må man foreta en utvidende tolkning, i strid med ordlyden. På områder hvor loven er taus vil man ikke ha samme føringer og begrensninger ved en lovtolkning som man har hvor loven regulerer forholdet. Når loven er taus kan man lettere utfylle bestemmelsen i lys av lovens kontekst og reelle hensyn. Her er imidlertid ikke situasjonen den at bestemmelsen er taus om forholdet, slik det for eksempel er for gjentatt tilbudsplikts vedkommende. Lovgiver har eksplisitt begrenset bestemmelsen til å gjelde et ”børsnotert selskap”. Ved vedtakelsen av § 6-11 ble vphl. (1997) § 4-1 (4) som nevnt i punkt 8.1. nærmest kopiert, og man synes å ha oversett nyskapningene i kapittel 6 og det faktum at bestemmelsen skulle gis ved forskrift. Disse forhold trekker i retning av at forskjellen i ordlyden ikke er tilsiktet. En forskjellsbehandling av børsnoterte aksjer og aksjer notert på regulerte markeder, åpner for omgåelse av tilbudsplikten, og det er svært lite trolig at lovgiver ønsket dette.

Lovgiverviljen er et tolkningsmoment som har vesentlig vekt. Når ordlyden er så entydig, er det imidlertid ikke samme rom for andre tolkningsresultater ved hjelp av de øvrige rettskildene. Tilbudsplikt krever i tråd med legalitetsprinsippet klar hjemmel. Det er etter

¹⁰⁴ Forskrift om autoriserte markedsplasser for omsettelige verdipapirer av 20.12.2006 nr. 1561

¹⁰⁵ Lov om børsvirksomhet m.m. (børsløven) av 17.11.2000 nr. 80

¹⁰⁶ Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) 29.6.2007 nr 875

min mening derfor opp til lovgiver å foreta en lovendring dersom ordlydsforskjellen er et ”arbeidsuhell”. Forskriften vil etter dette bare få anvendelse på børsnoterte selskaper, og utelukker med dette selskaper notert på Oslo Axess.

I forlengelsen av dette kan man også spørre om det har praktisk betydning at vphl. kapittel 6 gir kompetansen til å pålegge tilbudsplikt til ”tilbudsmyndigheten”, mens forskriften § 6-11 taler om at denne kompetansen tilligger ”børsen”.

Tilbudsmyndigheten er ”det regulerte marked hvor aksjene i selskapet som er gjenstand for overtakelsestilbud er notert”, jfr. vphl. § 6-4 (1). En naturlig språklig forståelse av ordlyden medfører at for aksjer notert på for eksempel Oslo Axess, vil Oslo Axess være riktig tilbudsmyndighet.

I forarbeidene står det at ”det regulerte markedet er kompetent myndighet til å føre tilsyn med overtakelsestilbud rettet mot selskaper notert på vedkommende regulerte marked”¹⁰⁷. Begrepsbruken ”selskaper notert på *vedkommende regulerte marked*” støtter opp under en forståelse av ordlyden om at ulike regulerte markeder har ulike tilbudsmyndigheter. Oslo Axess er rettslig sett et annet regulert marked enn Oslo Børs. Dermed vil ”børsen” som tilbudsmyndighet etter vphl. § 6-11, ikke være rettslig riktig tilbudsmyndighet for aksjer notert på Oslo Axess.

Ved vedtakelsen av § 6-11 foreslo verdipapirmarkedslovutvalget å endre ordet ”børsen” i vphl. (1997) § 4-1(4), til ”tilbudsmyndigheten”.¹⁰⁸ Dette taler klart for at bruken av ordet ”børsen” kan være en utilsiktet videreføring av ordlyden i vphl. (1997) § 4-1(4), og således et ”arbeidsuhell” fra lovgivers side. Endringen som ble foreslått av utvalget ble trolig oversett av departementet.

¹⁰⁷ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 410

¹⁰⁸ NOU 2005:17 s. 75

Per i dag drives markedsplassen Oslo Axess av Oslo Børs ASA (i samme foretak), og de oppgaver og den myndighet som er tillagt Oslo Axess utøves således rent praktisk av Oslo Børs. I forarbeidene uttales det at en praktisering av det regulerte markedet som tilbudsmyndighet, ”i praksis” vil innebære at kompetansen ligger hos Oslo Børs¹⁰⁹. Denne uttalelsen om at tilbudsmyndigheten ”i praksis” vil være Oslo Børs, gir uttrykk for en aksept av praksisen. Bruken av ordet ”børsen” i verdipapirforskriften § 6-11 reflekterer da gjeldende praksis, men lovgiver har ikke benyttet en rettslig korrekt formulering.

¹⁰⁹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s. 410

10 Arten av kompetansen

Etter verdipapirforskriften § 6-11 ”kan” Børsen pålegge tilbudsplikt dersom de angitte vilkårene er oppfylt. Dermed oppstår spørsmålet om Børsen står fritt i sin vurdering av å pålegge tilbudsplikt, såfremt vilkårene for øvrig er oppfylt.

Ordlyden trekker i retning av at det er opp til Børsen å avgjøre hvorvidt denne ønsker å benytte seg av sin diskresjonære kompetanse, og at en plikt til å pålegge tilbudsplikt ikke foreligger¹¹⁰.

Dette støttes av en uttalelse i forarbeidene om at børsen ”gis kompetanse” til å pålegge tilbudsplikt¹¹¹. Bruken av ordet ”kompetanse” taler for at det er snakk om en valgfrihet, fremfor en plikt. Dette er i overensstemmelse med alminnelig forvaltningsrett, hvor meningen med ”kan” som oftest er at forvaltningen skal stå fritt¹¹².

Reelle hensyn taler for at Børsen ikke bør ha en slik skjønnsfrihet. Dersom vilkårene for øvrig er oppfylt, synes det urimelig om tilbudsplikt etter en skjønnsmessig vurdering ikke pålegges. Et annet resultat vil korrespondere dårlig med hensynet bak tilbudsplikt, nemlig minoritetsbeskyttelse. Når vilkårene for øvrig foreligger, vil situasjonen være vurdert slik at en faktisk kontroll er oppnådd i selskapet, og hensynet til beskyttelse av minoritetsaksjonærene vil gjøre seg gjeldende. Forutberegnelighet er også sentralt her, både for minoritetsaksjonær og rettighetshaver. I tillegg vil praktiseringen forutsette høye krav til begrunnelse fra tilbudsmyndigheten grunnet tilbudspliktens tyngende karakter, og vil lett kunne foranledige beskyldninger om urimelig forskjellsbehandling. Reelle hensyn trekker i retning av at Børsen må pålegge oppkjøper tilbudsplikt hvis den finner at vilkårene er oppfylt.¹¹³

¹¹⁰ Bechmann et.al., 2002, s.269

¹¹¹ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s. 70

¹¹² Graver, 1999, s. 271 og 272

¹¹³ Bechmann et.al., 2002, s.270

Hensynet til minoritetsbeskyttelse og forutberegnelighet må veie tungt. Ordlyd og forarbeider må imidlertid i tråd med alminnelige rettkildemessige prinsipper, få avgjørende vekt. Børsen har ingen plikt til å pålegge tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-11.

Den praktiske betydningen av dette kan diskuteres. Dersom Børsen ikke ønsker å pålegge tilbudsplikt, vil den nok heller begrunne sitt resultat i subsumsjonen; i at et ”reelt erverv” ikke foreligger. Slik vil Børsen slippe å begrunne et unntak når vilkårene for øvrig er oppfylt.

11 Beviskravet og bevisbyrden

Det alminnelige beviskravet i sivilprosessen er sannsynlighetsovervekt¹¹⁴.

Verdipapirforskriften § 6-11 krever at en rett til aksjene ”må anses” som reelt erverv for å utløse tilbudslikt. Etter en naturlig språklig forståelse av ordlyden skal det en del til for å likestille erverv av rett og erverv av aksjer. Antakelig kan man operere med et krav om sannsynlighetsovervekt, som er oppnådd ved 51 % sannsynlighet.

I juridisk litteratur er oppfatningen at det antakelig ikke ”kreves noe særlig mer enn sannsynlighetsovervekt” for beviskrav uttrykt ved ”må antas”¹¹⁵. Det kan hevdes at et krav til ”må anses”, som er brukt i verdipapirforskriften § 6-11, er strengere enn et krav til ”må antas”. Når man ”antar” formoder man, mens å ”anse” henviser til en noe mer kvalifisert mening, en betraktning¹¹⁶. Det er imidlertid mindre sikkert at lovgiver har veid sine ord på gullvekt, slik at ”må antas” og ”må anses” antakelig i praksis innebærer det samme.

Reelle hensyn kan tale for å legge til grunn et strengere beviskrav enn sannsynlighetsovervekt. Lovgiver har oppstilt et meget skjønsmessig vilkår; ”reelt erverv”, uten noen nærmere spesifisering av hva som kreves. Rettskildene for øvrig gir liten veiledning. Ved ”reelt erverv”-vurderingen vil subjektive forhold ha relevans, eksempelvis motivasjonen bak rettighetsavtalen og eventuelle stilltiende avtaler mellom partene. Slutninger om partsviljen må baseres på objektive forhold, og dette kan undertiden medføre urimelige, kanskje uriktige resultater. Dette taler for et skjerpet beviskrav. Fordi det er vanskelig for aktørene i verdipapirmarkedet å forutberegne sin rettsstilling, og fordi tilbudsplikten er en økonomisk byrde for oppkjøper, bør det opereres med en streng vurderingsnorm. Hensynene til minoritetsaksjonærene ivaretas ved at tilbudsplikt vil inntre senest ved en eventuell formell utøvelse av retten. En slik praktisering av bestemmelsen har støtte i børspraksis, blant annet CHS-saken, hvor Børsen presiserte at det måtte ”utvises forsiktighet” med å anvende bestemmelsen. Sammenlagt er det mye som trekker i retning

¹¹⁴ Rt. 1999 s. 14 (23)

¹¹⁵ Hov, 2007, s. 352, og Skoghøy, 2001, s. 683

¹¹⁶ Kunnskapsforlaget, www.ordnett.no,

av at uttrykket ”må anses” gir anvisning på noe mer enn sannsynlighetsovervekt, uten at det er tale om å kreve at det skal være ”klart”, ”utvilsomt” eller lignende. På den annen side har oppkjøper nedsalgsretten som en utvei for å unngå tilbudsplikten.

Etter min oppfatning bør de reelle hensynene tillegges betydelig vekt. På en annen side står hensynet til at man bør respektere lovgiverviljen uttrykt ved ordlyden. Konklusjonen er etter min mening ikke opplagt, men mye taler for at ”må anses” vil være tilfredsstilt ved sannsynlighetsovervekt. Her, som for spørsmålet om Børsens kompetanse, er det imidlertid grunn til å påpeke at vilkåret om ”reelt erverv” og beviskravet i praksis flyter i hverandre. Børsen vil antakelig hjemle sitt resultat i subsumsjonen, ved å si at det ikke foreligger et ”reelt erverv”, i stedet for å begrunne utfallet i et beviskrav ikke er oppfylt.

12 Hvordan Børsen får informasjon om disposisjoner av betydning for tilbudsplikten

Reglene om flaggeplikt innebærer at det skal flagges for erverv av rettigheter til aksjer dersom visse prosentgrenser passerer ved disposisjonen, vphl. § 4-2(2). Etter vphl. § 4-2 (5) regnes rettigheter til aksjer bl.a. som opsjoner på kjøp av aksjer og tegningsretter. Også stemmerettigheter til aksjer, som kan utøves uten instruks med grunnlag i fullmakt fra aksjeeieren, eller med grunnlag i avtale etter asal. § 4-2, skal omfattes av flaggeplikten, jfr. § 4-2(3 nr. 2 og 3).

Det antas at alle erverv av rettigheter til aksjer som går under verdipapirforskriften § 6-11 vil være flaggepliktige, for eksempel erverv av en opsjonsavtale eller tegningsrett¹¹⁷. Det er uklart om det skal flagges for betingede rettigheter¹¹⁸. Mottak av forhåndsaksepter som er betinget av en viss akseptgrad kan således kanskje gå klar flaggeplikten. Det er imidlertid også tvilsomt når en forhåndsaksept med forbehold kan anses som en ”rett til å bli eier av aksjer”, jfr. punkt 6.1.3. Stemmerettigheter til aksjer utgjør ingen ”rett til å bli eier” etter verdipapirforskriften § 6-11, men utøvelsen av stemmerett hos andre enn aksjeeieren vil kunne være av stor betydning for vurderingen av om et ”reelt erverv” foreligger, jfr. punkt 6 flg.

Hensynene bak flaggeplikten er informasjon til markedet om disposisjoner som kan ha interesse for andre aksjeeiere og investorer. Flaggeplikten for rettigheter til aksjer knyttes opp mot ervervet av selve rettigheten, i motsetning til tilbudsplikt, som er betinget av at et ”reelt erverv” foreligger. Flaggeplikten vil imidlertid bidra til å ivareta og fremme etterlevelse av tilbudsplikten, ved at markedet blir oppmerksom på disposisjoner som kan medføre at tilbudspliktterskelen krysses.

Vphl. § 6-8 (1) har en regel om melding til tilbudsmyndigheten når det inngås avtale om et erverv som vil utløse tilbudsplikt. Ordlyden gjelder direkte erverv som vil utløse

¹¹⁷ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 317

¹¹⁸ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 308

tilbudsplikt etter §§ 6-1 til 6-6, men da verdipapirforskriften § 6-11 har sin hjemmel i vphl. § 6-1 (4), kan det anføres at meldeplikt gjelder tilsvarende. Dette underbygges av at etter vphl. (1997) gjaldt meldeplikten disposisjoner etter § 4-1, som blant annet omfattet reelle erverv.

I meldingen pålegges tilbyder å angi om det vil bli fremsatt tilbud eller alternativt foretas nedslag. Grunnet verdipapirforskriften § 6-11s skjønnsmessige og vurderingspregede karakter, vil det ikke skje en automatisk inntreden av tilbudsplikt. Praktiseringen av meldeplikten etter vphl. § 6-8 kan dermed skape problemer, ettersom rettighetshaver gjerne vil være uvitende eller usikker på om disposisjonen vil utløse tilbudsplikt.

Vphl. § 6-8 (3) regulerer situasjonen som oppstår ved at melding etter 1. ledd uteblir, og fastslår at tilbudsmyndigheten har kompetanse til å ”treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser”. Dette vil være vedtak som bidrar til en avklaring av saken, typisk om tilbudsplikt pålegges eller ikke. Flaggeplikten vil være et viktig hjelpemiddel for tilbudsmyndigheten, ved at den bidrar til opplysning om avtaleinngåelser av betydning for tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-11, også slik at tilbudsmyndigheten kan treffe vedtak som nevnt i vphl. § 6-8(3). I denne sammenheng er det av betydning at Børsen har hjemmel i vphl. 15-4 til å kreve fremlagt relevante opplysninger av betydning for spørsmålet om tilbudsplikt¹¹⁹.

Manglende melding til tilbudsmyndigheten kan etter vphl. § 17-1(1) resultere i en dagmulkt som løper til forholdet er rettet, typisk ved at et pliktig tilbud fremmes. At sanksjoner pålegges rettighetshaver når et ”reelt erverv” foreligger kan etter omstendighetene være urimelig. Dette er fordi et vedtak om tilbudsplikt etter verdipapirforskriften § 6-11 krever en stor grad av skjønnsutøvelse, og spørsmålet vil gjerne by på tvil, slik at Børsens vedtak etter vphl. § 6-8(3) vil være nødvendig. I slike tilfeller vil nok en rimeligere løsning være at

¹¹⁹ Bechmann et. al., 2002, s.269

rettighetshaver først sanksjoneres etter utløpet av en tilleggsfrist som settes ved Børsens vedtak. Dette synspunktet har støtte i juridisk litteratur¹²⁰.

I forlengelsen av dette ønskes påpekt at det ikke oppstår flaggeplikt ved passering av 40 % eierskap, jfr. vphl. § 4-2(2). Konsekvensen er at en passering av terskelen for ”gjentatt” tilbudsplikt etter vphl. § 6-6 (1,1.punktum) ikke korresponderer med en flaggepliktterskel. Konsekvensen kan bli mangelfull opplysning om disposisjoner ved 40 % -grensen, og at Børsen ikke får mulighet til å vurdere ileggelse av tilbudsplikt.

¹²⁰ Bechmann et al., 2002, s. 308

13 Tilbudsprisen

13.1 Generelt

Tilbudsprisen er det vederlaget en rettighetshaver må tilby de øvrige aksjeeiere for aksjene deres ved fremsettelsen av et pliktig tilbud. Reglene om tilbudspris setter minstekrav for den prisen tilbyder kan fremsette. Med dette sikres det at tilbudsplikten ikke mister sin praktiske betydning ved at tilbyder gjennom å tilby en uakseptabelt lav pris, unngår å erverve aksjene til minoriteten¹²¹. I det følgende skal det gjøres rede for beregningen av tilbudsprisen når tilbudsplikt utløses etter verdipapirforskriften § 6-11.

Hovedregelen om tilbudspris følger av vphl. § 6-10 (4). Her står det i 1. setning at ”Tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlaget tilbyder har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte.” Seksmånedersfristen regnes fra da ”tilbudsplikten inntrådte”, det vil si når tilbyder gjennom erverv blir eier av de aktuelle aksjene¹²². Det forutsettes i forarbeidene at vphl. § 6-10 (4) også regulerer prisen for tilbudspris ved rett til å bli eier av aksjer¹²³. For erverv av rett etter § 6-11 anses tilbudsplikten å inntre på det tidspunkt det reelle erverv foretas, typisk på tidspunktet for inngåelse av avtalen.

At ordlyden taler om ”betalt eller avtalt” medfører at det er den høyeste prisen av disse to som skal legges til grunn, skulle det forekomme situasjoner hvor disse er divergerende. Ordlyden skiller ikke mellom avtaler der oppgjør har skjedd og der oppgjør ikke har skjedd¹²⁴. Det er altså ikke nødvendig at betaling har funnet sted så lenge en bindende avtale er inngått.

Formuleringen ”betalt eller avtalt” er spesielt egnet til å ivareta situasjoner som foreligger der et ”reelt erverv” etter verdipapirforskriften § 6-11 utløser tilbudsplikt. Her kan tilfellet

¹²¹ Bechmann et.al., 2002, s..326

¹²² Bechmann et.al., 2002, s..327

¹²³ NOU 1996:2 s. 114

¹²⁴ Vedtak og uttalelser 2000,s. 81

nettopp være at det er avtalt et beløp som ennå ikke er forfalt til betaling. For eksempel kan dette hende for opsjoners vedkommende, hvor bare opsjonspremien og ingen innløsningskurs ennå har blitt betalt siden tilbudsplikt pålegges allerede ved avtaleinngåelsen. Hadde bestemmelsen bare omfattet ”betalt” vederlag, ville ikke innløsningskursen som betales ved utøvelsen av opsjonen blitt regnet med. Etter ordlyden omfattes også en avtale ”hvor en av betingelsene fortsatt utestår¹²⁵”, for eksempel ved en betinget forhåndsaksept.

Vphl. § 6-10 (4) 2. punktum fastslår at hvis det er ”klart at markedskursen når tilbudsplikten inntreffer er høyere” enn prisen som følger av 1. punktum, skal tilbudsprisen i stedet tilsvare markedskursen. Den naturlige språklige forståelse av ordet ”klart” er at noe er åpenbart og uten tvil¹²⁶. Forarbeidene uttaler om dette vilkåret at markedskursen bør ha vært ”stabilt høyere gjennom en periode” for at det skal anses som ”klart” i lovens forstand¹²⁷. I denne sammenheng understrekes betydningen av at tilbyder på forhånd skal kunne beregne tilbudsprisen, og at alternativet om markedskurs først og fremst vil ”ivareta aksjeeiernes interesser i de rene omgåelsestilfeller”. Et eksempel på en slik situasjon er betaling av overkurs for tidligere erverv, og etter seks måneder inngåelse av opsjonsavtale med lav opsjonspremie og innløsningskurs.

Når prisen i vphl. § 6-10 (4) er definert som ”det høyeste vederlag” som er ”betalt eller avtalt”, må man ta for seg de enkelte ervervene oppkjøper har foretatt seg frem til tilbudsplikten ble utløst. Ettersom ulike finansielle instrumenter har særegne oppgjørsteknikker vil man måtte undersøke det konkrete tilfellet for å finne den riktige prisen.

¹²⁵ Vedtak og uttalelser 2000, s. 81

¹²⁶ Skoghøy, 2001, s. 683

¹²⁷ Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 79

13.2 Kjøpsopsjoner

For opsjoners vedkommende legger forarbeidene til grunn at prisen tilbyder har ”betalt eller avtalt” for aksjene, skal settes til innløsningskurs tillagt opsjonspremien.¹²⁸

Begrunnelsen er at ved et ”reelt erverv” vil opsjonspremien ofte i realiteten være en del av vederlaget for aksjeervervet og den ønskede kontrollposisjon, og ikke bare betaling for den fordel retten til å bli eier av aksjene innebærer. Hvis en del av opsjonspremien skal fungere som vederlag for selve retten, og ikke aksjene, skal denne dermed ikke regnes med¹²⁹. Den beste løsningen vil være å foreta en analyse av de ulike elementer i opsjonspremien for hvert konkrete tilfelle.

Et generelt mothensyn mot å tillegge opsjonspremien til tilbudsprisen er at opsjonsutsteder, når han binder seg til en avtale hvor utøvelsen er usikker, vil påta seg en risiko ved å frasi seg eventuelle høyere bud. Opsjonspremien bør derfor ikke føre til høyere pris for de aksjeeiere som ikke påtar seg tilsvarende risiko¹³⁰. Dette hensynet vil briste noe for tilfeller som går under verdipapirforskriften § 6-11, nettopp fordi opsjonsavtalens konstruksjon gjerne vil innebære betaling for aksjene på avtaletidspunktet.

Hvis innløsningskursen ikke er kjent på det tidspunktet tilbudet skal fremmes, for eksempel fordi innløsningskursen er knyttet opp mot markedskursen på et fremtidig tidspunkt, vil det være opp til børsen å fastsette tilbudsprisen på bakgrunn av blant annet markedskurs på tilbudstidspunktet¹³¹. Dette vil imidlertid sjelden være tilfellet når opsjonsavtaler regnes som et ”reelt erverv”, i og med at det blant annet er en lav innløsningskurs i forhold til faktisk og historisk markedskurs som begrunner en likestilling med faktisk erverv.

¹²⁸ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) s.70

¹²⁹ NOU 1996:2 s. 122

¹³⁰ NOU 1996:2 s. 121

¹³¹ NOU 1996: 2 s. 114

13.3 Andre rettigheter til å bli eier av aksjer

Beregningen av tilbudsprisen for salgssavtaler som inneholder en tilbakekjøpsopsjon krever en analyse av det betalte og avtalte vederlaget. Det må antas at selger (opsjonsinnehaver) yter en form for opsjonspremie til erverver (opsjonsutsteder) av aksjene. Antakelig vil dette i praksis skje ved at man foretar en generell verdsettelse av aksjeprisen og tar hensyn til den verdireduksjon en tilbakekjøpsopsjon vil utgjøre for kjøper. For å beregne tilbudsprisen må man finne differansen mellom betalt kjøpesum og markedskurs for aksjene, og med dette skille ut salgsprisen erverver har betalt. Resterende sum, som vil utgjøre opsjonspremien, må legges til den avtalte innløsningskursen.

Forhåndsaksepter vil bli prissatt til den avtalte pris, som gjerne vil være noe høyere enn aktuell markedskurs.

For terminer er tilbudsprisen i utgangspunktet det avtalte vederlaget for aksjene som skal betales på oppgjørstidspunktet.

13.4 Konsolidering på pris

Reelle hensyn taler for at det foretas en konsolidering på tilbudsprisen, det vil si at man hensyntar den innkonsoliderte parts avtaler og erverv ved vurderingen av hva som utgjør det høyeste vederlaget. En annen løsning kan føre til uønskede tilpasninger, ved at konsoliderte parter kunne sikre seg at det siste utløsende ervervet ble foretatt av den part som hadde avtalt eller betalt det minste vederlaget for aksjene. Ivaretagelsen av minoritetens interesser ville således svekkes¹³².

Hvis en konsolidert part har inngått avtale om opsjon eller forhåndssamtykke, kan det avtalte vederlaget for aksjene legges til grunn dersom dette er den høyeste pris, selv om rettigheten ikke er utøvet, jfr. at ordet ”avtalt” likestilles med ”betalt” i § 6-10 (4).

¹³² Seadrill-dommen, 2007, s.44

14 Sammenlikning med utenlandsk rett

Avslutningsvis i denne oppgaven skal jeg foreta en kort sammenlikning med rettstilstanden i et par land det er naturlig å sammenlikne seg med. Fremstillingen viser at Norge opererer med et forholdsvis vidt virkeområde for hvilke rettigheter som kan rammes av tilbudsplikt. Samtidig er vi betydelig mer forsiktige enn Storbritannia, hvor også rettigheter med finansielt oppgjør kan være gjenstand for tilbudsplikt.

14.1 Sverige

Lag om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden¹³³ har ingen regulering av forholdet til rett til å bli eier av aksjer. Det er eierskapet til aksjer som er avgjørende; tilbudsplikt pålegges den som ”genom förvärv av aktier i bolaget (...),uppnår ett aktieinnehav som representerar minst tre tiondelar av röstetalet för samtliga aktier i bolaget”, jfr. 3 kap.1 §. Etter svensk rett vil rett til å bli eier av aksjer, som tegningsrettigheter og opsjoner, ikke telle med ved beregningen av en aksjeeiers stemmeinnehav før de benyttes¹³⁴.

14.2 Danmark

Etter Lov om værdipapirhandel mv.¹³⁵ inntretr tilbudsplikt ved overdragelse av aksjer hvorved det etableres kontroll over målselskapet. Etter Lov om værdipapirhandel mv. § 31 vil dette være tilfellet dersom rettighetshaver oppnår stemmeflertall i et selskap, det vil si 50 % eller mer, eller ved faktisk kontrollskifte. Det settes likevel en minimumsgrense på 1/3 av stemmene for at tilbudsplikt skal utløses. I motsetning til det engelske (punkt 14.3) og svenske regelverket har man i Danmark lagt opp til en konkret vurdering av om faktisk kontroll er oppnådd¹³⁶. Blant annet pålegges tilbudsplikt dersom erververen ”kommer til at kunne udøve bestemmende indflydelse over selskabet og kommer til at besidde mere end

¹³³ Lag 2006:451 om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

¹³⁴ NOU 2005:17 s. 29

¹³⁵ Lov om værdipapirhandel mv av 17.3.2005 nr. 171

¹³⁶ NOU 2005: 17 s. 29

en tredjedel af stemmerettighederne”, jfr. § 31 nr. 5 eller ”på grundlag af aftale med andre aktionærer kommer til at råde over flertallet af stemmerettighederne i selskabet”, jfr. § 31 nr. 4. I det danske Finanstilsynets utkast til ny vejledning til loven følger det videre

”Pligten til at fremsætte overtagelsestilbud omfatter således ikke situationer, hvor der indgås aftaler, hvis indhold først på et senere tidspunkt realiseres, med mindre aftalen er indgået for at omgå reglene om tilbudspligt. (...) Erhvervelse af aktier ved udnyttelse af tegningsrettigheder, optioner eller warrants mv., der medfører et kontrolskifte i selskabet, udløser ligeledes en pligt for erhververen til at fremsætte et overtagelsestilbud (...) Tilbudspligten indtræder i disse tilfælde på det tidspunkt, hvor erhververen kan udnytte stemmerettighederne i selskabet”¹³⁷.

Dansk rett opererer med et utgangspunkt om at rett til å bli eier av aksjer ikke vil utløse tilbudsplikt før retten utøves. Unntak her kan skje hvor avtalen er ”indgået for at omgå reglene om tilbudspligt”. Dersom rettighetshaver får innflytelse over stemmerettighetene på et tidligere tidspunkt enn ved utøvelse av retten, kan tilbudsplikt utløses. Rettstilstanden i Danmark synes således å ha klare paralleller til hva som gjelder her, med at en rett til å bli eier kun unntaksvis utløser tilbudsplikt før denne realiseres. Der norsk retts vurderingsnorm er ”reelt erverv”, hvor en rekke momenter kan ha betydning, vil det avgjørende etter dansk rett imidlertid være hvorvidt rettighetshaver kan ”udnytte stemmerettighederne i selskabet”. Dette er som tidligere nevnt gjerne det moment som gis størst vekt i vurderingen som foretas etter verdipapirforskriften § 6-11, jfr. for eksempel Havila-saken i punkt 6.1.1.

14.3 Storbritannia

Etter engelsk rett utløses tilbudsplikt ved erverv av interesser i aksjer, ”interest in shares”. The Takeover Code har en bestemmelse om at tilbudsplikten utløses “when (...) any person acquires an interest in shares which (...) carry 30 % or more of the voting rights of a

¹³⁷ ”Vejledning om bekendtgørelse om overtagelsestilbud” av 25.2.2008

company”¹³⁸. Interesser i aksjer omfatter, ved siden av eierskap, blant annet ”right or option to acquire them”¹³⁹. Opsjoner er således ”interest in shares”, som sammen med øvrig aksjebeholdning vil bli regnet med i forhold til passering av tilbudspliktterskelen. I motsetning til norsk rett fordrer det ingen vurdering av den enkelte rettighet for at tilbudsplikten pålegges, den inntreer automatisk. Regelen kom etter en endring i 2006, og The Takeover Panel uttalte i denne sammenheng at ”The mandatory bid rule was amended so as to provide that long derivative and option interests should be taken into account”¹⁴⁰. Stilling som ”party to any derivative, whose value is determined by reference to their price...”¹⁴¹ er også inkludert. Engelsk rett går på dette punktet lenger enn norsk rett, ved at også rene finansielle interesser som ikke gir rett til å erverve aksjen kan være tilstrekkelig.

The Takeover Code var en del av inspirasjonsgrunnlaget for norske lovgivere ved vedtaket av den vide forskriftshjemmelen i vphl. § 6-1(4)¹⁴². Oslo Børs’ høringsnotat innebærer en tilnærming til reglene i Takeover Code ved at finansielle rettigheter omfattes, i tillegg til at det er automatisk inntreden for tilbudsplikten hvis en tilbudspliktterskel krysses ved disposisjonen.

¹³⁸ The Takeover Code regel 9.1.a

¹³⁹ The Takeover Code, note til regel 9, nummer 3.a

¹⁴⁰ The Takeover Panel Code Committee Derivates and options regime, 2007/15 review, pkt. 4

¹⁴¹ The Takeover Code, note til regel 9, nummer 4 a og b

¹⁴² Ot.prp.nr. 34 (2006-2007) s. 426

15 Liste over referanser og kilder

15.1 Lover

Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29.6.2007 nr. 75

Lov om regulerte markeder (børsloven) av 29.6.2007 nr. 74

Lov om børsvirksomhet m.m. (børsloven) av 17.11.2000 nr. 80 (opphevet)

Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 19.6.1997 nr. 79 (opphevet)

Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13.6.1997 nr. 45

Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) av 10.6.1988 nr. 40

Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 14.6.1985 nr. 61 (opphevet)

Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) av 10.2.1967 nr. 00

15.2 Forskrifter

Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) av 29.6.2007 nr. 876

Forskrift om regulerte markeder (børsforskriften) 29.6.2007 nr 875

Forskrift om autoriserte markedsplasser for omsettelige verdipapirer av 20.12.2006 nr. 1561 (opphevet)

15.3 Lovarbeider

Ot.prp. nr.34 (2006-2007) *Om lov om verdipapirhandel (Verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven)*

Ot.prp. nr.55 (2005-2006) (endringslov) *Aksjelovgivningen mv.*

Ot.prp.nr.50 (2002-2003) *Om lov om endringer i lov 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner og i enkelte andre lover (eierkontroll i finansinstitusjoner)*

Ot.prp. nr.73 (1999-2000) *Børsvirksomhet m.m. (børsloven)*

Ot.prp. nr.29 (1996-1997) *Verdipapirhandel*

Ot.prp. nr.36 (1993-1994) *Aksjeselskaper (aksjeloven)*

Ot.prp. nr.53 (1988-1989) *Verdipapirhandel - tilbudsplikt ved større aksjekjøp*

Inst.O.nr. 91 (1988-1989)

NOU 2006: 3 *Om markeder for finansielle instrumenter*

NOU 2005: 17 *Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillige tilbud ved oppkjøp av selskaper)*

NOU 1999: 29 *Varederivater*

NOU 1998: 14 *Finansforetak m.v.*

NOU 1996: 2 *Verdipapirhandel*

NOU 1991: 25 *Lånefinansierte selskapsoppkjøp*

15.4 Utenlandske lover og lovarbeider

Europaparlamentets- og rådsdirektiv 2004/25/EF; Takeover bids. [EU-direktiv]

Lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 2006:451 [Sverige]

Lov om værdipapirhandel mv av 17.3.2005 nr. 171 [Danmark]

”Vejledning om bekendtgørelse om overtagelsestilbud” av 25.2.2008 [Danmark]

The Takeover Code [Storbritannia]

The Takeover Panel Code Committee Derivates and options regime, 2007/15 review
[Storbritannia]

15.5 Domsregister

Høyesterett, Rt. 1999 s. 14

Høyesterett, Polarisdommen, Rt. 1966 s. 1120

Borgarting lagmannsrett, 12.3.2008, saksnr. 06-176378ASI-BORG/02

Oslo tingrett, Seadrilldommen, 03.12.2007, saksnr. 07-039572TVI-OTIR/08

15.6 Børspraksis

Havila-saken, Børsstyresak 71/03 av 25.6.2003

Choice-saken, Brev fra Oslo Børs av 30.12.2002

15.7 Brev og uttalelser

Finansnæringens Hovedorganisasjon, Høringsuttalelse til Oslo Børs' høringsnotat, 31.10.2007

Oslo Børs, Høringsnotat, *"Tilbudsplikt ved erverv av rettigheter og andre interesser knyttet til aksjer"*, 1.9.2007

NHO, Brev, *Ot.prp. nr. 89 (2003-2004) om endringer i regnskapsloven*, 28.10.2004

Kredittilsynet, *"Transaksjoner som omfattes av verdipapirhandelloven § 3-1 om meldepliktig verdipapirhandel - enkelte problemstillinger"* Rundskriv 8/2004

Oslo Børs, Vedtak og uttalelser 2001, s. 94

Oslo Børs, Vedtak og uttalelser 2000, s. 81 (Navis-saken)

Kredittilsynet, Vedtak om aksjesalg med tilbakekjøpsrett, 29.9.1997

Kredittilsynet, *"Håndheving av eierbegrensningsreglene – opsjonsavtaler"*, Rundskriv 51/1995

15.8 Bøker

Jo Hov, *Rettergang I*, 2007

Mads Henry Andenæs, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 2006

Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, 2004

Geir Woxholth, *Selskapsrett*, 1. utgave, 2004,

Tor Bechmann... et.al., *Verdipapirhandelloven Kommentarutgave*, 2002

Jo Hov, *Avtaleslutning og ugyldighet, Kontraktsrett 1*, 2002

Eckhoff, *Rettskildelære*, 5. utgave ved Jan E. Helgesen, 2001

Jens Skoghøy, *Tvistemål*, 2. utgave, 2001

Hans Petter Graver, *Alminnelig forvaltningsrett*, 1999,

Knut Bergo, *Børs- og verdipapirrett*, 1998

15.9 Artikler

Kristin Normann Aarum, ”Om tidspunktet for overgang av aksjonærens organisatoriske beføyelser knyttet til aksjer i allmennaksjeselskaper”, *Nordisk Tidsskrift for selskabsret* 2003 s. 356

Anders Arnkværn, Stig Berge og Hans Haugstad, "*Mister aksjeeieren sine organisatoriske rettigheter ved inngåelse av opsjoner og andre finansielle instrumenter?*", Tidsskrift for forretningsjus, nr 2/2002

15.10 Nettdokument

Oslo Børs minileksikon, www.oslobors.no

Kunnskapsforlaget, www.ordnett.no